全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE Midas Touch

巴菲特教你选股

巴菲特成为世界上最成功投资者的策略是什么？
巴菲特的选股秘诀，
是你投资成功的最好指南！

［美］约翰·特雷恩◎著
李莉　石继志◎译

研究巴菲特
成功秘诀
经典书籍



中信出版社 CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



THE Midas Touch

巴菲特教你选股

[美] 约翰·特雷恩◎著
李莉 石继志◎译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

巴菲特教你选股／（美）特雷恩著；李莉，石继志译．—北京：中信出版社，2010.1
书名原文：The Midas Touch

ISBN 978-7-5086-1799-2

I. 巴… II. ①特… ②李… ③石… III. 股票－证券投资－基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2009）第 211343 号

The Midas Touch by John Train
Copyright © Harriman House Ltd
Originally published in the UK by Harriman House Ltd in 2009, www.harriman-house. com
All rights reserved.

巴菲特教你选股
BAFEITE JIAO NI XUANGU

著　　者：[美] 约翰 · 特雷恩
译　　者：李　莉　石继志
策划推广：中信出版社（China CITIC Press）
出版发行：中信出版集团股份有限公司（北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦　邮编　100013）
（CITIC Publishing Group）
承 印 者：北京京师印务有限公司
开　　本：787mm × 1092mm　1/16　　**印　　张：**11.25　　**字　　数：**93 千字
版　　次：2010 年 1 月第 1 版　　**印　　次：**2010 年 1 月第 1 次印刷
京权图字：01–2009–3846
书　　号：ISBN 978-7-5086-1799-2/F · 1832
定　　价：26.00 元

版权所有 · 侵权必究
凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。
服务热线：010-84264000
服务传真：010-84264033
http: //www.publish.citic.com
E-mail: sales@citicpub.com
author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE MIDAS TOUCH

推荐序一

解密巴菲特的金手指

本书的作者约翰·特雷恩是美国采访投资大师最成功的作家，可以称得上是点“人”成金的金手指，他的成名作是《金钱主人》和《大师的投资习惯》[①]，两本都是全球最为广泛阅读的投资著作。在第一本书中作者专访了巴菲特、费雪、格雷厄姆、约翰·坦普尔顿等老一代投资大师，在第二本书中专访了吉姆·罗杰斯、索罗斯、约翰·聂夫、彼得·林奇等新一代投资大师，让两代投资大师名扬美国，甚至名扬全球。

早在十几年前，特雷恩在所有投资大师中就把巴菲特排在第一位，可

① 《大师的投资习惯》已由中信出版社于2009年出版。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



见其对巴菲特早有先见之明。并且他还写了一本专门解读巴菲特投资成功之道的著作，就是这本《巴菲特教你选股》，英文书原名是 *The Midas Touch*，直译是“点石成金的金手指”。巴菲特人称股神，很多他选的股票，上涨几倍几十倍甚至 100 多倍，真的称得上是点石成金的金手指。

作为多年采访报道投资大师的著名作家，特雷恩这本书中对巴菲特的分析有不少独到之处。这本 1987 年出版的书，2009 年再版，虽然内容没有变化，仍然是对巴菲特从 1956 年开始独立投资到 1986 年的投资成功经验的总结和归纳，但不要因此就以为这本 20 多年前的经典著作已经过时。

第一，现在巴菲特的投资基本原则和 20 多年前甚至 50 多年完全一样，这本书总结的巴菲特投资成功之道仍然很有教育意义。

第二，研究巴菲特早期的投资对于普通投资者而言甚至更有借鉴意义。巴菲特现在投资范围和规模更大，公司总资产 2 000 多亿美元，净资产 1 200 多亿美元，很多过去适合做的小规模投资尽管上涨很多倍，但对于现在庞大的资产规模的影响连一个百分点也没有，已经不值得巴菲特考虑。他开始与时俱进，做更庞大的收购，做更复杂的期货期权等新型投资，越来越难以为普通投资者所模仿，相比而言，他早期侧重于选股的小规模投资更适合我们普通投资者分析、学习和借鉴。

好的书像古董一样，经过时间的考验，反而越有价值。

这本书分为四章：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一章讲投资大师，介绍巴菲特从少年时期到1986年这56年间如何从一位不懂事的少年成长为一名投资大师的过程，非常简练地描述了巴菲特的前半生，很短但很精彩。

其余三章讲投资原则、巴菲特的投资方法、如何像巴菲特一样投资，内容并不限于选股，但对我们普通投资者最有借鉴意义的还是有关选股的内容。

本书最重要的部分是作者收集整理巴菲特致股东的信、访谈、演讲以及非正式观察资料而总结归纳的巴菲特投资成功的原则方法和技巧。我写作了一本书《巴菲特选股十招》，阅读本书后，我发现我总结归纳的巴菲特选股十招，22年前特雷恩老前辈在这本书中已经写到了，而且他写得非常简练，尽管他讲述的顺序和方式和我并不相同。

我没有写到而特雷恩前辈在本书中一针见血地指出的一个重要问题是，为什么那么多投资大师投资收益率并不比巴菲特差多少，个人财富却比巴菲特少得多？巴菲特成功最重要的原因之一，其实是巴菲特的经营之道，他把投资经营成一个庞大的事业。

本书第二章“保险公司的杠杆作用”一节指出：“保险公司可能会带来更令人兴奋的收益。保险公司有两个可能的财源。第一，可以通过基本业务赚钱，客户支付保险费购买公司承担的保险风险。第二，客户将保费付给保险公司和保险公司支付索赔之间有时间差，在这段时间之内可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以利用这笔钱来投资。”“你听说沃伦·巴菲特又买进某某公司股票，比如通用食品公司股票的时候，这通常意味着他动用的是伯克希尔·哈撒韦公司下属保险公司的保险准备金——建立在尚未赔付的资金储备基础之上——来进行投资，这一笔巨额花费甚至可能会超过母公司价值，但对保险公司来说却举重若轻。不过，这笔投资的收益（和损失）最终将转入伯克希尔·哈撒韦，再到巴菲特自己手上。”

本书第二章“现金放大效应”指出：“巴菲特青睐的另一个经营技巧是用自由（可自由支配的）现金购买公司——不只是保险公司，再用新公司的自由现金购买下一家公司，循环不断。”

其实巴菲特用保险公司的资金杠杆加上收购公司的现金放大效应，使他控股的伯克希尔·哈撒韦公司盈利持续稳定地增长，再加上股市对盈利增长在股价上的放大效应，使巴菲特的持股市值不断增长，他的个人财富不断增长，成就了他世界首富的地位。

我个人认为，本书写得最精彩的是巴菲特从小到 1986 年的成长历程，书中很多地方简练的几句点评，和我最喜欢的巴菲特传记《滚雪球》[1]中对同一事件的详细叙述同样精彩。

阅读这本书，通过特雷恩先生的总结归纳和解释评论，能让你在很短

① 《滚雪球》已由中信出版社于 2009 年出版。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的时间内洞悉巴菲特投资选股成功之道的精华。

巴菲特说：成功的捷径是向成功者学习。

我个人还特别要向特雷恩先生学习，学习他在本书第四章“成功的投资者”中道出的写作和投资成功的共同经验：“我认识很多有抱负的作家。毫无疑问，成功者与不成功者之间最大的差异是成功者愈挫愈勇，全力以赴迈向成功。即使几年都没有作品发表，专注的作家也会日复一日地写作。专业作家和业余作家之间的差别是，专业作家会为了理想拼命工作，永不言弃。伟大投资家的‘统治的热情’通常源于不成功的童年，但是他们中的大多数确实具有伟大艺术家的天分。他们了解彼此的实力。他们将全部精力都投入到争夺排名的游戏中。因此，尽管他们很富有，但他们很少为锦衣玉食、募捐、公共事务、艺术与运动分心。伟大的投资家就像伟大的棋手一样，孜孜以求的是成为行业内翘楚，有时甚至并不在乎自己是否会变得有钱或更有钱。有句话说得好，将军的奖赏不是帐篷而是军权。换句话说，伟大的投资家更着迷的是在过程本身中获得成功。”我已经两年没有写出新书了，原因很简单，我没有像特雷恩先生所说的那样，专业作家必须“日复一日地写作，为了理想拼命工作，永不言弃”，尽管我只是一个业余作家，但我明显不够专注，不够投入，不够努力。在财经写作上，我这个业余新手要努力向特雷恩前辈学习。

以上内容应该说只是我个人的读书笔记而已，谨以此向最成功的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大师之一巴菲特先生和最成功的投资作家之一特雷恩先生致敬。

股票投资要学巴菲特，财经写作要学特雷恩。

刘建位

中央电视台《理财教室》节目主讲人

汇添富基金公司首席投资理财师

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE MIDAS TOUCH

推荐序二

点石成金的大师

2009年6月的一个傍晚，金融危机第二波尚在激烈争论中，我坐在宁夏沙坡头的黄河岸边，在一片远近高低各不同的混杂景致中环顾，有道是看景不如听景，暗暗的很有些失望。这时朋友提醒我，此处正是当年边塞诗人写下著名诗篇的地方。我的心猛然升腾，万千事物如同潮水般隐去，天地间只呈现绵延千年的寥廓画面：大漠孤烟直，长河落日圆。

这就是大师的眼界和手笔！

是的，作为一个平凡人，我们看到的世界和大师眼中的世界并不一样。并不是大师有点石成金的魔幻本领，而是他们善于选择和坚持：让视野穿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



越眼前的纷繁芜杂，远眺孤零零直通地平线以外的历史大道，并坚定地走下去。

毛泽东在评价历史人物的时候说过，他最佩服的人要具有两种特质：办事兼传教。近20年的投资生涯使我深深感悟：巴菲特就是这样一个人物。50多年来，他白手起家，通过一步一个脚印的艰难跋涉，创办出美国最成功的企业集团，用的方法却迥异于任何其他的企业家——通过证券投资积累了巨额财富，这是他做大事能力的真实写照。

巴菲特的过人之处还在于他并不是一个普通的亿万富豪，他更是一个集大成的思想家。他自己没有系统地整理出版研究成果，而只在言谈话语和生活点滴中渗透心得，很多人按照自己的理解总结发挥，使得传教过程歧义不断，众说纷纭。比如我对巴菲特的理解就和国内几个巴菲特研究者的观点不尽相同。我们往往会在一场激烈的争辩结束时自嘲：如果你自以为明白了巴菲特说的话，那你很可能是错的。

可在巴菲特的眼里，他的思想真的那么复杂吗？他曾说过，之所以不给商学院上一个学期的证券投资课，是因为实在太简单，本来半个学期就能讲明白的事，为什么要浪费更多的时间？这是一个智商过剩的时代，而巴菲特却声称投资绝不是一个智商160击败120的游戏，只要适度的理性和平常的智商就能成功。

真实的巴菲特是否如他自己所言？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



推荐序二

《巴菲特教你选股》是在合适的时候出现的合适的书。作者约翰·特雷恩作为资深的投资专家，在继《大师的投资习惯》之后，推出的又一部深入研究巴菲特投资生涯的力作。作者也采取了从巴菲特早年生涯开始回顾的方式，介绍其投资思想的起源与发展、融合与创新。与《滚雪球》有所不同的是，本书更注重的是投资背后的统计与分析。翔实的历史资料和清晰的思想脉络使得读者在通读巴菲特生平事迹的同时能够置身当时的决策环境，自然而然地按照事物的本来规律理解了巴菲特的投资原则，这是本书最为精妙的地方。

本书从小处着手，以史笔雕琢巴菲特选股细节，更从大处着眼，提炼出令人眼界一开的投资大道，值得读者反复品味。

我常常想，对巴菲特的研究要结合其成长经历和时代环境。所谓大道至简，那一定是历尽抉择之后的提炼。如果没有对那一段美国历史丰富的知识，很难体会到巴菲特铸造这些铁一般原则的艰难程度。正如索罗斯对于世界天生不稳定的偏执一样，巴菲特对美国长久的乐观心态一定来源于对大历史的俯瞰。索罗斯早年生活在被纳粹践踏的布达佩斯，他当然不会相信一成不变的超稳定结构。虽然巴菲特投资的年代也是美国开国以来最危险的时期——苏美两国各有几千枚核弹对准对方，人类的生命分分秒秒遭受着威胁——但巴菲特却说：如果你不能持有一支股票10年，那么你连10分钟都不要持有。1974年，当第一次石油危机发生，石油价格飙升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三倍，全世界都不知道该怎样收场的时候，巴菲特却兴高采烈地买进报纸、广告等众多企业。难道巴菲特是一个不知死活的冒险家吗？不，从书中的详尽描述中我们知道他对于永恒企业价值的理性判断超越了波动的政治潮流，他对人性善的信心穿越了恐怖的冷战。

巴菲特的言传身教，鼓舞了太多人参加盛大的“闹市游行”，但许多人却在牛熊出没的旷野行军中不断掉队。价值投资追求者众，同行者少。在这次金融危机中，追捧变成了溃逃，没有人敢对他2008年10月发出的“该买入股票了”的呐喊做正面的回应，结果在报春鸟报春的时候，大家如梦方醒，可春天已逝。而联想起我们国内的投资市场，比如一个小小的加息、一个限制二套房贷的政策，或者一场有点吓人的金融危机，就能造成对长期价值投资的极大怀疑甚至是嘲讽。以我的亲身经历来说，2008年的股市暴跌，从思想上摧垮了绝大多数的巴菲特拥趸。用巴菲特自己的话来讲，价值投资的队伍从来就没有壮大过。

难道说我们学习巴菲特就没有意义了吗？

我自己的体会是价值投资不是一种赚钱的方法，而是一种生活方式。你不能为了赚钱而看书，正如不能为了回报而养儿一样。书中提到的评价好坏企业、价值与价格、风险与回报、部分与整体、长远与短期、坚守与投机这些带有辩证色彩的方法，不就是你生活的常识吗？要慢慢融化到你的血液里，深深印入你的思想中。要那样生活，你就会成为那样的人。先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



塑造自己的品格，才能在正确的思想指导下做事。改变世界之前，先完善自己。如果你能像巴菲特那样简单、专注、理性、节俭、充满爱心和毅力，不断求知、求善、求得人生的真义，那么无论是投资股票还是当清洁工，你都会获得成功——你向世界奉献良多，世界将奉还给你更多的爱，当然也包括不菲的财富。

这也许是我们学习巴菲特真正的意义！

张昕帆

中信建投证券东直门南大街营业部总经理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE MIDAS TOUCH

2009版序言

自本书初版问世以来，在沃伦·巴菲特身上又发生了很多事情。众所周知，他利用本书中所阐述的原则成了世界上最富有的人之一。尽管如今巴菲特能够掌控的交易较之于本书初版时更为庞大和复杂，但他最近的运作却不及本书中所阐述的原则那样富有教育意义。我敢说，巴菲特的大部分投资原则已渗透于本书的字里行间。不过，那些想追随伯克希尔·哈撒韦公司以及巴菲特近期活动的人，还可以参考一个名为“沃伦·巴菲特新闻观察”（Warren Buffett News Watch）的有趣网站。

巴菲特麾下的伯克希尔·哈撒韦公司在不断地成长与演变，如今它已被看做是一个主营保险的公司，这意味着相比那些控股公司的股东们，它的股东们对于内嵌资本利得（embedded capital gains）的忧虑相对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较少。在公司发展早期，当巴菲特将巨大赌注一次次压在保险业上的时候，我曾请教过时任美国国际集团（AIG）总裁的汉克 · 格林伯格（Hank Greenberg）对此有什么想法。“沃伦并未拥有保险业务。” 格林伯格说。当时的情况确实如此。但随着格林伯格离开，AIG 的业务分崩离析，资金大幅缩水，而与此同时巴菲特看起来薄弱得多的事业却日渐繁荣。这和惠灵顿公爵与拿破仑 · 波拿巴好有一比。据说惠灵顿公爵的战略安排环环相扣——如果其中一点被击破，其余部分又会衔接到一起；而拿破仑的辉煌建筑一旦出现裂缝便轰然倒塌。

我不必告诉读者巴菲特还成了一名娱乐主持人。伯克希尔 · 哈撒韦公司的年会就是一场奇妙的娱乐会演，如珠妙语自奥马哈随处迸发。

尽管如此成功并出尽风头，巴菲特依然吝啬成性，他痛恨花钱。他一边表示出亲善的一面，一边让他的财富远离政府。他通过向比尔和梅琳达 · 盖茨基金会捐款做到了这一点，在那里他的钱会被用于慈善事业。然而，即使认可他所做的这些慈善捐赠，也难说他的整个生涯对人类是否有实质贡献。对那些将股票廉价卖给他的卖家来说，他们无法享受到伯克希尔 · 哈撒韦公司股东大会这种“为资本家举办的伍德斯托克音乐节”一样的待遇，比尔和梅琳达 · 盖茨基金会所起到的作用不可能比卖家自己处置这些钱更为有用，也不会比政府用税收投入项目更为有效，但政府却征不到税。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009版序言

本书英文版上一版出版之后，巴菲特的商业合作伙伴、知名投资人查理·芒格（Charlie Munger）在一次演讲中详尽论述了巴菲特的几条投资原则。约翰·邓普顿将这几点摘要给了我，我稍加润色，将它们呈现在这里：

1. 在商业社会中，专业化通常会带来良好的商业经济环境。

2. 规模优势很重要。当杰克·韦尔奇说他在某商业领域中只能是第一或第二时，他并没有发疯，只是做到这一点太难了。有很多不称职的 CEO 们却认识不到这一点。但规模并不是越大越好，因为容易滋生官僚主义，例如美国联邦政府和 AT&T。

3. 技术是双刃剑，既可能帮助你，也可能伤害你。这取决于你是将全部储蓄还是部分储蓄用于股票投资。

4. 投资者应为自己设定一个界线并适可而止，应在自己力所能及的范围内投资。记住约翰·特雷恩的问题：“你是怎么打败鲍比·菲舍尔的？”答案是：“让他跟你玩除国际象棋之外的其他游戏。”

5. 机会出现时，赢家总是下大赌注——要么根本不赌。那些通过精心筹划下赌注的人会有更多机会，但是很少有投资者或者投资基金这样操作。所以，要时刻把头脑武装起来，但找到一个正值低价的好交易是很困难的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 超低价意味着有更大的上涨空间和更高的安全边际。要以散户可以接受的超低价购买股票。

7. 做有质量的交易，即使你需要倾囊而出。沃伦·巴菲特说这是他在查理·芒格那里学到的最重要的一件事。

8. 少换手可以减少税务支出并提高收益。两位投资者同时拥有年获利15%的30年期复利投资，如果第一位投资者选择在30年结束时一次性缴纳35%的税款，而第二位选择每年缴纳35%的话，那么第一位投资者所拥有的钱将超过第二位两倍半。

最新一本巴菲特传记《滚雪球》中提到："巴菲特孩童时期对戴尔·卡内基《人性的弱点》这本书中的内容记忆深刻。终其一生，在实践预言家的角色时，他始终恪守着卡内基的信条，即远离对抗与违规。"《泰晤士报文学增刊》中一篇述评证实了书中的说法。文章引用了被巴菲特称为"保守正统"的人生观：

据说巴菲特很严肃地认为，"生活的目的，就是让更多的人爱你"。

不过这是否正确还存在争议。孔子说仁者爱人，惟仁者能好人，能恶人。但有时候"仁者"必须有自己的立场，如果人人都说"魔鬼会抓走最慢的一个"，那么魔鬼可能会出其不意地去抓队伍最前面的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公平地说，尽管人们理所当然地认为贯穿巴菲特一生的行事策略追随的是卡内基所主张的原则，但是他的所作所为却并非总那么中规中矩。举个例子，尽管他一直谨守着“质朴无华”的生活方式，普通的衣服，老旧的房子，樱桃可乐和汉堡包套餐，但这并未能使其在挪用企业浮存金被曝光之际免遭诟病。

《泰晤士报文学增刊》的述评还提到另一位亿万富翁——乔治·索罗斯，他认为巴菲特崇拜是美国社会缺点的一个缩影：“对成功的过度崇拜——以货币为衡量单位——以真实价值的损害为代价。”或许索罗斯确实这么说过，不过批判矛头指向的是这种盲目崇拜本身而不是针对巴菲特本人。

读者会注意到，在1976年巴菲特宣布说他要买股票时股价的确相当便宜。多棒的提醒！2008年10月16日，在标准普尔指数950点的时候，他再次宣布要买进股票，因为股票会因大范围恐慌而廉价。静观这个预言是否准确是件有趣的事。让我们拭目以待吧！

约翰·特雷恩

2009年2月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



导 言

沃伦·巴菲特已成为当下最成功的投资人之一。向他学习如何投资非常方便，因为经他口述笔撰的内容在市面上广为流传。事实上，巴菲特的控股公司——伯克希尔·哈撒韦公司的年度报告已经流行多年，其中包括“巴菲特致股东们的信”。伯克希尔·哈撒韦公司最终应大众要求，将该系列结集出版。

巴菲特是以“价值”（区别于“成长”）投资而闻名的著名投资理论家本杰明·格雷厄姆的得意门生，他编辑并介绍的格雷厄姆的经典著作《做个智慧投资人》（*The Intelligent Investor*）一版再版。《做个智慧投资人》是对非专业人士最有益的书籍之一，在很大程度上展现了格雷厄姆的思想——其实只是一般的投资技巧之一。当学生成长为大师时，他会进一步

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

领悟到导师简单的教条背后所蕴含的深刻思想，他将超越前人开辟一片新天地。巴菲特也不会例外，我们将会见证。

人们希望巴菲特有朝一日能够写出一本他自己的投资专著，但我确信这本总结性的书自有其价值。本书以他的著作、访谈、演讲以及非正式资料为基础。他的有些观点较初次提出时已经有所演变，也有一些一直未变。没有人是永远正确的。活到老，学到老。时间在流逝，我们必须随之而变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE MIDAS TOUCH

目录

推荐序一　解密巴菲特的金手指　刘建位　VII
推荐序二　点石成金的大师　张昕帆　XIII
2009 版序言　XIX
导言　XXV

第一章　投资大师

“我要钱”　3
早早开始　7
影响：85% 的本杰明 · 格雷厄姆　17
影响：15% 的菲利普 · 费雪　22
“商品”与“特许经营”　28
共同垄断的广告业以及其他热门行业　31
政府雇员保险公司　33

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的伟大思想 36
另一位格雷厄姆 41
进军电视业的大学 44
掷骰子能手 46

第二章 投资原则

好企业 53
坏企业 55
市场与公平价格 60
灾难 62
成功高于一切 64
为整个房产定价 65
部分优于整体 69
风险与回报 71
安全边际 72
随机应变 74
有效市场假说 76
我是好样的 78
Beta 系数 84
不自量力的困境 85
保险公司的杠杆作用 88
现金放大效应 90
12% 股本债券 93

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



商誉——送不完的礼物 100

第三章 巴菲特的投资方法

简单投资 105
人际网络 109
慧眼识金 111
不言自明 112
股票回购 114
特殊分配 117
股票期权 117
企业慈善 118

第四章 如何像巴菲特一样投资

理解数据 123
用自己的经验 126
实地考察 127
风险投资 128
了解价值 132
逆向思维 135
秘诀：稳定的复合收益 140
规避风险 141

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成功的投资者 141
失败的投资者 144

结束语

巴菲特的方法今天仍然适用吗？ 149
投资者现在应该怎样做？ 151

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

01

第一章

投资大师

“我要钱”

早早开始

影响：85% 的本杰明 · 格雷厄姆

影响：15% 的菲利普 · 费雪

“商品”与“特许经营”

共同垄断的广告业以及其他热门行业

政府雇员保险公司

巴菲特的伟大思想

另一位格雷厄姆

进军电视业的大学

掷骰子能手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“我要钱”

如果你向1956年创立初期的巴菲特合伙投资公司投入10 000美元，那么在1969年末他清算股票时你将获得大约293 738美元。不过当有限责任合伙人收益超过6%时，作为无限责任合伙人的沃伦·巴菲特对超出部分将按25%分成，这样算下来你将净得267 691美元。巴菲特之前从未遭受过投资损失，甚至在最艰难的1957年、1962年、1966年和1969年的熊市中亦是如此。当巴菲特与其他合伙人拆伙，将伯克希尔·哈撒韦公司转变成他自己的投资工具时，你要做的就是追随他，成为伯克希尔·哈撒韦公司的股东。如果你的确这样做了，那么你在1959年所投入的10 000美元，在1986年底会超过5 000 000美元。

巴菲特在奥马哈的邻居唐纳德·克亚芙在一次访谈中提到，当他还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是比纳公司（Beech-Nut）的一名年轻主管，每天出去上班时，巴菲特就在他的房间里进行投资操作。“他有个很好玩的业余爱好，那就是他喜欢火车模型，我的孩子们经常在那儿玩得不亦乐乎。有一天沃伦跑过来问我，我有没有考虑怎么教育这些孩子。说实话，我还真没仔细想过这件事。不过我告诉他我准备努力工作，然后静观其变。沃伦告诉我，如果我给他5 000美元作为投资，他也许能把他们教育得更好。我和妻子商量后的结论是：我们都不知道这家伙如何养活自己，怎么敢把5 000美元交到他手里？现在想想真是后悔啊。我的意思是，假如当初给他那笔小钱，我们现在起码能有一所自己名下的大学了。”

尽管坐拥15亿财富，巴菲特的行事作风仍十分稳健，并且人品正直，为人和蔼。从职业角度来说，他同样是靠剥削别人为生，但人们在他这里被剥削得似乎还挺开心。他圆圆的脸，大嘴巴，脸上的笑纹很明显。大大的玳瑁眼镜后面，一双眼睛总是疑惑地凝视着什么。他发际线比较高，头发有些桀骜不驯，额头上“沟壑纵横”。他的衣服总是皱巴巴的，带着美国中西部的随意劲儿。有时他的朋友、《华盛顿邮报》主席凯瑟琳·格雷厄姆会送他一些彩色衬衫，想把他打扮得更时尚些，但收效甚微。他喜欢垃圾食品，比如汉堡和牛奶巧克力软糖。之前他喜欢一种加入樱桃糖浆的百事可乐，最近转向了一种新品樱桃可乐。有一次他在一个晚宴上婉拒了一瓶赠送的葡萄酒，他说：“哦，不，谢谢，还是把它换成钱给我吧。”总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而言之，沃伦 · 巴菲特的所作所为并不像一个富人。

旧时的显贵们能够拥有大理石宫殿、华丽的乡间别墅、200 英尺长的大游艇、纯种马繁育场、数百名各司其职的仆人、无数的艺术收藏品、大手笔的捐赠，现在的富翁们却很少能像他们那样。巴菲特并不是那种意义上的富翁。

当然，客观地说，成为巨富（区别于小富）弊大于利，巴菲特很清楚这一点。这与无休止的健美运动和特大号椅子一样不符合正常逻辑。人人都希望在显赫财富中得到什么。巴菲特的妻子苏珊（以前在夜总会做过歌手）搬到了旧金山，有一部分原因也是逃避奥马哈的公益事业组织向她的无穷索取。（她和巴菲特还维持着良好关系，不过巴菲特现在与他的管家兼女伴阿斯特丽德 · 孟克斯生活在一起，她之前在苏珊工作的那家法国餐馆做服务生。）当你拥有巨额财富时，你身边几乎所有人都会在谄媚的外表下面暗藏一颗嫉恨之心。他们臣服于你而不会成为你的伙伴。财富是一种权力，一种没有同伴的极端权力（法国人说，罗斯柴尔德家族只有客户，没有朋友）。

比丧失朋友更糟的是富家子弟的堕落。有特权而无责任是堕落的标志之一，他们整日无所事事，挥金如土并且贪得无厌。沃伦 · 巴菲特不想置自己的孩子们于如此危险的境地。他给他们十几万美元的自由支配权限，却不会给更多，因为他害怕孩子们堕落。他说：“我的孩子们将来要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

靠自己在这个世界上搏出一席之地。他们知道，无论他们做什么，我都会和他们在一起。”但他拒绝“仅仅因为他们投对胎了就传给他们一个终身饭碗”。

不过巴菲特家族并非人人都对他这种态度感到满意。沃伦 · 巴菲特有两个儿子，彼得 · 巴菲特在旧金山做音乐，霍华德在奥马哈的农业开发公司做铲雪工。奥马哈有许多农田，不需要那么多铲雪工。“如果我很富裕，我肯定会帮助‘我的孩子们’，让他们青出于蓝。”霍华德抱怨道。沃伦 · 巴菲特的女儿苏珊在搬到华盛顿为杂志出版拉商业赞助之前在加利福尼亚州做房地产经纪，她说当她向父亲借钱时，父亲让她去银行借。谈到遗产的时候，她说：“父亲是我见过的最诚信、最有原则的好人，他的观点我大都同意。不过他的行事作风确实有几分与众不同，大多数家庭的父母都会为子女倾囊而出，而子女所需要的也只不过是区区一笔钱。但我父亲则坚持他的原则，不随便给我们钱。在我的成长过程中，父亲一直在教育我。哦，我想我已经学得够多了。在某些时候他应该适可而止。”

沃伦 · 巴菲特的父亲霍华德 · 霍曼 · 巴菲特（Howard Homan Buffett）是奥马哈的股票经纪人，他同样是个节俭的人。1942 年沃伦 · 巴菲特 12 岁的时候，他的父亲老巴菲特参加了竞选，并且第一次当选为国会议员，此后总共当选过四次国会议员。老巴菲特思想保守而传统，除了维持必要的生活所需之外他对金钱没什么兴趣。因此当国会议员的年薪从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



10 000 美元涨到 12 500 美元时，老巴菲特向政府阐明了他的信仰，把多出来的 2 500 美元归还了国库。

老巴菲特将大部分财产用于建立基金，用于迫在眉睫的事情——人口控制与避免核战争。不过他指出，建立一个基金很困难，而且很难保证钱能花在点上。就像他所说的："赚钱的秘诀在于避免风险，但在花钱时你不得不面临风险。"

毫无疑问这是正确的。正像亨利·福特在退出福特基金会时所指出的，很多基金都以与创立者的初衷背道而驰结束。无论如何，事情总能找到人去做，或者要么根本就没有必要做。本质上来讲，就像建造金字塔的原因一样，这些基金会存在的目的是彰显创立者的荣耀。

那么沃伦·巴菲特是什么样的人呢？他不追求奢侈的生活，也不热衷于助人为乐，而是专注于赢得游戏。用一个古老的词来形容，大多数伟大的投资者都是"守财奴"。

早早开始

在 10 岁之前，沃伦·巴菲特在自学市场分析技巧（后来他不大相信这一套了）时，就在他父亲位于哈里斯厄本的办公室里的小黑板上记录

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场价格信息。他发过传单。在11岁时，他说服了14岁的姐姐，以每股38美元的价格合伙购买了3股Cities Service的优先股。后来股价跌到了每股27美元。当她姐姐看到自己“毕生的积蓄”就要化为乌有时，便开始每天在他面前喋喋不休地数落这次失败的投资。这只股票最后终于涨到了40美元。为了摆脱姐姐的唠叨，他清空了股票，扣除佣金后净赚5美金。他终于解脱了，然而心有不甘。之后不久，Cities Service优先股股价飞飙到每股200美元。这位日后的金融巨头因此很受伤，并从中总结出要一直遵循的两条原则：第一，不要理会别人怎么说；第二，如果你有委托人，不要告诉他你正在做的事情。

父亲当选为国会议员后，巴菲特一家搬到了位于维吉尼亚的弗雷德里克。沃伦·巴菲特两个姐姐都很喜欢新家，但他并不喜欢那里，于是又回到奥马哈与祖父住在一起。之后巴菲特一家又搬到了华盛顿第49街，靠近马萨诸塞大道，沃伦·巴菲特便搬回来与他们住在一起，并进入Alice Deal中学学习。他依然郁郁寡欢而且叛逆，考试成绩也不如意。不过，他有了新的发现！就像莫扎特发现音乐、卡萨诺瓦发现女人、简·奥斯汀发现文学那样，沃伦·巴菲特发现了钱！

他开始了一系列赚钱计划。他将高尔夫球课后失落在边界的球捡回来再次出售。他每天递送500份报纸，既有《华盛顿邮报》，也有《华盛顿时报》（该报后由尤金·梅耶并入《华盛顿邮报》）。与此同时，他说服他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的报纸客户订阅杂志。他将他对数学和出版的兴趣转化成为商业行为，他分析赛马并出版了一份叫做《马童精选》的“马经”投注小报①。

原本希望儿子继承自己为真理奉献的热诚成为一名牧师的老巴菲特痛苦地发现儿子对于身外之物过于迷恋，更让他沮丧的是沃伦·巴菲特的成绩非常糟糕。他不得不下了最后通牒：要么把成绩搞上来，否则就不许送报。深受震动的沃伦·巴菲特开始振作起来，尽管他在华盛顿上学时从未拿到过好成绩。

15 岁的沃伦·巴菲特就读于伍德罗·威尔逊中学，从商业这方面来说，他进入了快速成长期。他和另外一位同学用 25 美元共同购买了一台弹球机，把它安置在一家他们经常光顾的位于威斯康星大道上的理发店里。第一天营业结束的时候，两位年轻的“企业家”回到理发店检查机器，发现赢利超过 4 美元。据巴菲特说，那简直是个辉煌的时刻，他感觉自己找到了方向。他们创办了威尔森投币机公司（Wilson Coin-Operated Machine Company），在理发店广置弹球机。当地控制弹球机生意的大腕们不重视做理发店生意，而理发师们却喜欢弹球。当理发师们吵着要更多的机器时，巴菲特和他的小伙伴答复他们说得回去跟老板商量。“我们假装是伙计。”最后，威尔森投币机公司的稳定收益是每周 50 美元。“我从未梦想过生活如此美妙。”巴菲特说。还在上中学的他有了足够的积蓄，

① “读一读它，”巴菲特说，“你会得到启发。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他从中拿出 1 200 美元，在内布拉斯加北部买了 40 亩尚未开垦的土地。

算上农场，他从各种各样的商业尝试中得到的收入累计达到了 9 000 美元，用这些钱他可以付清大学学费。（在 20 世纪 40 年代末，能够赚到并攒下万把块学费对于一个学生来说是相当惊人的。这笔钱大致与现在 10 倍数额的美元等值。）

1947 年至 1949 年，巴菲特进入宾夕法尼亚大学沃顿商学院学习，三年级时转到内布拉斯加大学并于 1950 年毕业。他一直着迷于股市。最初，他像许多人一样，企图寻找到在股市中致富的捷径。他收集股票经纪人提供的消息，收集公布出来的数据，尝试用米基点数图系统（McGee point and figure charting system）和各种各样的市场速成法进行技术分析，但收效甚微。他愿意尝试任何看上去会起作用的投资工具。1949 年，本杰明 · 格雷厄姆的著作《做个智慧投资人》一书出版，巴菲特看过之后深受震撼。于是他去了东部，设法进入了哥伦比亚大学，投到格雷厄姆和戴维 · 多德门下学习。1951 年拿到 MBA 学位后，巴菲特主动提出为本杰明 · 格雷厄姆的纽约投资公司——格雷厄姆 · 纽曼公司免费工作，不过格雷厄姆对此并不感兴趣。于是巴菲特回到了奥马哈，加入了他父亲的股票经纪公司——巴菲特－福克公司（Buffett-Falk & Company）。

在奥马哈为父亲工作的日子里，巴菲特总是试图向本杰明 · 格雷厄姆推荐一两只股票，格雷厄姆也很愿意听他的分析，与他毫无保留地交流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



思想。最后，格雷厄姆提出让巴菲特到纽约来与他碰面。巴菲特当即动身来到东部。之后他成为格雷厄姆·纽曼公司的一员，在那里做了两年的分析师。

在纽约待了两年之后，巴菲特又回到了奥马哈。这一次他和妻子（内布拉斯加人，两人于1952年结婚）花32 000美元在一片树林边上买了一栋舒适的房子，安稳地定居下来。巴菲特再也没有搬离过这里。在随后的30多年中他加盖了很多房间。他甚至在家里建了个手球场，不过他背部受伤后就再也没玩过手球了。

“在奥马哈，沃伦对他的前途看得很清楚。他抛开一切，专注于最重要的事情而不是最急迫或最流行的东西。”奥美国际（直至最近伯克希尔·哈撒韦公司才大量持有奥美股票）主席威廉·菲利普斯这样说道，“他能去芜存菁，他总是对的。”菲利普斯这一说法当然是一种外交辞令。奥马哈不是西部的雅典，巴菲特也不是伯特兰·罗素。

巴菲特对奥马哈的认识是，“从这里出发可以在三个小时之内到任何地方，例如纽约或者洛杉矶。这是个养孩子和生活的好地方。你可以在这里思考。你可以更好地思考市场而不必听太多市场传闻，你只要坐在椅子上研究你的股票即可。你可以思考很多事情”。

1956年，25岁的巴菲特以100 000美元创立了一个合伙投资公司。他自己是无限责任合伙人，而投资者是有限责任合伙人，这样投资者将无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权过问经营方式。按照事先约定，有限责任合伙人每年可以得到6%的收益，如果收益超过6%，那么巴菲特将按超出部分的25%分成。最后巴菲特将自己所有的钱都投入到了合伙公司。

最初的有限责任合伙人都是家庭成员。直到有一天，本杰明 · 格雷厄姆的朋友兼同事、物理学家、前大学校长霍默 · 道奇开着那辆车顶上放着独木舟的汽车来造访巴菲特。霍默 · 道奇精于挑选股票经纪人之道，也已通过格雷厄姆对巴菲特有了一定了解。他和巴菲特简单地聊了几句之后就签支票付了订金，成了巴菲特第一个家族外合伙人。

此时的巴菲特既没有办公室也没有员工，平时就在自己家的一个小房间里工作。因此和他签合同得下极大决心，尤其是他还不告诉投资人他到底要做什么。（如果是我，我肯定会犹豫不决。）那些胆大的人得到了丰厚回报。最近的统计显示，奥马哈有52位“巴菲特造就的百万富翁”。

巴菲特合伙人公司通常会利用格雷厄姆准则购买它认为售价过低的有价证券。有时公司会进行一些合并套利交易，偶尔也会控股上市公司或私人企业。在合伙公司成立的第五年，巴菲特得到了登普斯特机械制造公司（Dempster Mill Manufacturing Company）的控股权，这家公司位于内布拉斯加州比阿特丽斯镇，主要生产农用机械，公司从未赢利。两年后巴菲特决定卖掉它。由于这家公司是比阿特丽斯镇上最大的一家提供就业岗位的公司，因此小镇集资帮助一个集团从巴菲特手上买下了它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两年后的1965年，巴菲特控股了位于马萨诸塞州新贝德福德的伯克希尔 · 哈撒韦公司，这是一家纺织品制造公司。尽管它股价便宜，但经营状况却非常糟糕。巴菲特希望转变它的经营模式，以期获得更大收益。他在公司使用新的管理方法，但事实上并未使运营方式有太大改变。这次经历使他坚定了一个信念：永远不要试图使一家正在运营的公司“转变方向”。经营公司和股票买卖完全不同。

巴菲特尝试针对他的有限责任股东撰写年报，向他们阐明他的基本原则：

> 我无法向我的合伙人保证结果是什么，但我绝对可以保证以下两点：
>
> (a) 我们的投资以实际价值为基础，而不看是否受大众欢迎。
>
> (b) 我们的操作模式是将永久性资产损失（不包括短期行情浮动的损失）降到最低。

他确实是这样做的。这种做法显示了“商业”投资的本质：以最低价购买一只偏离实际价值的股票远胜于追涨。

在经营巴菲特合伙公司的时候，巴菲特从不告诉他的投资人将他们的钱投在哪里。他相信如果他那样做了，正如多年前他和姐姐忐忑不安地持有Cities Service公司优先股时一样，投资人会像姐姐那样表达他们的焦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虑，提出他们的建议，使他在其他方向上无谓地浪费时间，而时间是他的主要资源，因此他想方设法避免使自己陷入这种境地。

1969 年，在公司成功操作 13 年之后，巴菲特陷入了困惑。股票市场异常狂热，甚至阿猫阿狗的垃圾股票都能以远超过商业价值的价格出售，他发现按照年报中向合伙人阐述的原则，他几乎找不到任何可买的东西。怎么办？此时的他已赚到了相当可观的个人资产，因此他做出了一个勇敢的决定：清盘。结果非同寻常。合伙人每股收益是投资额的 30 倍，或者说每股每年平均以 30% 以上的复利成长。算上 90 名非家庭成员的收益，总值达到了 1 亿美元，其中巴菲特的个人资产为 2 500 万。

他写了一封信给他的有限责任合伙人：

> 我对现状无所适从。当事情没有按照你期望的方式进行时，人们往往会说，新的方法完全错误，必然导致麻烦，诸如此类。有一点我非常清楚。我不会放弃先前的方法，因为我深谙它的逻辑（尽管我发现执行起来很难）。我无法接受一种我不能完全理解、从未实践成功、可能导致永久性资产损失的新方法，即使这可能意味着我需要放弃看似唾手可得的暴利。

于是他把资产收益分配给投资人，将合伙公司持有的伯克希尔·哈撒韦公司的股票按比例进行分配（为非流动资金，占合伙公司总资产的很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大一部分）。这样一来，巴菲特持有伯克希尔·哈撒韦公司44%的股份而成为董事长。他的妻子持有该公司3%的股份，其他前巴菲特合伙公司成员持有35%的股份，外来投资者总共持有18%的股份。股票的换手率非常低，多数股东都将自己大部分积蓄投到了这只股票上。

离开的合伙人有几个选择：他们可以自愿离开，或者巴菲特帮助他们购买地方政府债券，或者给他们介绍新的投资顾问。如果选择后者，巴菲特一般会将他在格雷厄姆·纽曼公司的老同事威廉·瑞恩（William Ruane）介绍给他们。威廉·瑞恩成立了一个叫做红杉基金（Sequoia Fund）的共同基金来为他们进行投资。在之后的若干年，红杉基金的投资理念与巴菲特非常相似。纵观红杉基金的投资史，它的投资组合与伯克希尔·哈撒韦公司也相当类似。

清算合伙投资公司的一个原因是巴菲特越来越喜欢他的持股公司，他不希望出售股票，尽管当时可以最大限度套利。还有一个原因是如果他的合伙人公司成员超过100位，他就得重新注册一个投资公司，那就会大大限制他的操作方式。因为每个季度他都要被迫向公众公开他的交易，这会引起人们对他行动的注意，引发购买竞争。

另外一个原因就像他所说的："我的思想就像尼亚加拉大瀑布一样奔腾不息。现在就好像有人要截断它，使汹涌的水流像挤眼药水那样一滴滴往下流似的。"他还指出，在他的游戏中有太多的玩家：这个团体想买任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



何看似便宜的股票。一句话，这是个典型的牛市——一切都被高估了。

摆脱了合伙公司的经营责任，巴菲特感觉越来越好。“能从巨额资金的运作中抽身出来真是前所未有的解脱。”他说，“我不用无休止地为交易费神了。在合伙期间我的精神悬于一线，年年都要想尽办法使我们的联盟有所斩获。”

无论如何，市场循环不息是众人皆知的道理。在合伙人公司解散三年后，股市遭遇了10年的严重下挫。在1973~1974年的股市崩盘期间，巴菲特又能够将他的资产投入运作，在物美价廉的股票上获益了。“我就像后宫中性饥渴的家伙。”巴菲特称。在他看好的传媒领域，他以每股5美元的价格买了奥美8%的股份，以每股3美元的价格购买了埃培智市场咨询公司（Interpublic）15%的股份，以每股3美元的价格购买了《华盛顿邮报》11%的股份，并以每股2美元的价格购买了其旗下出版物、《波士顿环球报》的前身8%的股份，以每股16美元的价格购买了媒体综合集团5%的股份。他还通过希尔伯克控股的蓝筹印花公司（Blue Chip Stamps）以每股33美元、总价2 340万美元购买了平克顿公司（Pinkerton's，一家商业调查公司）37%的股份，并买了多家银行和保险公司的股票。[①]在随后的日子里，这些股票大都带来了惊人的收益，巴菲特还减持或出售了一些股票。

① 由于是一段时间内的一系列买进，因此每股的价格是均价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



影响：85%的本杰明 · 格雷厄姆

巴菲特这样描述自己："85%的本杰明 · 格雷厄姆加15%的菲利普 · 费雪。"他提到的这两位都是证券投资领域卓越的大师级人物，格雷厄姆同时还是证券投资领域闻名遐迩的作家。格雷厄姆和多德合著的《证券分析》被看做业内《圣经》，而他职业生涯后期的著作《做个智慧投资人》则概括了他的主要思想。同样，费雪的《非常潜力股》和《保守型投资者夜夜安寝》都值得一读。在这一部分，我将总结格雷厄姆的主要思想并与巴菲特的观点进行比较；在下一部分，我将进行费雪与巴菲特思想的比较。

格雷厄姆的思想与他漫长的职业生涯息息相关并在不断演变。并非股票市场本身发生了变化，而是他自己在实践与学习中不断地发展着自己的观点。在《证券分析》一书中，他考察了大量不同的行业，通过对库存销售比率、债转股比率、固定资产折旧比率等一系列数据的研究，提出了很多标准，指导投资者对企业的价值与特性做出判断。在他生命的最后几年发生了两件事。首先，大量分析员开始采用格雷厄姆的方法或与之类似的方法进行分析，因此他的追随者曾经拥有的利益因为越来越多的人涌入而被分享。其次，通过在失败中不断摸索，格雷厄姆发现了更简单的准则，看起来似乎可以作为合理股价的参考标准。他的助理团队利用过去10年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的已知数据对他们提出的准则一一测试，以推断这些方法是否奏效。

这些准则中最简单、最著名的是格雷厄姆的那句格言：在扣除优先偿付债券，忽略其他资产——厂房、办公室、设备、信誉等的情况下，如果一只股票的价格不超过这家公司流动资产净值的2/3，那么买下这只股票将是安全的。换句话说，当你用价值一家酒店2/3的备用现金或现金等价物购买它时，你所购买的内容包括即时销售清单而不包括短期债务。你将免费得到这家酒店的建筑和它的顾客资源。格雷厄姆建议，在遵循这些原则的前提下，持有股票应多元化，以规避因对某一只股票判断失误带来的损失。

按照前面提到的原则买入股票之后，如果股价在扣除优先偿付债券之后上涨并与流动资产净值相当，格雷厄姆建议卖出该股票。通常这意味着有50%的升值空间。格雷厄姆发现，第二次世界大战结束到1976年间，如果严格执行这个准则，将会得到超过19%的年复利回报。

格雷厄姆的第二条准则分为两部分。首先，应该购买“收益率”不低于同一时期穆迪评级AAA级的债券收益率两倍的股票。假设债券当时的收益率是6%，两倍的话就是12%，那么收益率不低于12%的股票将是一只具有吸引力的股票。换句话说，股价不应超过收益的8倍。假设AAA级债券的收益率是5%，两倍的话就是10%，那么股价不应超过收益的10倍。显然，债券的收益率越低，投资者能够承受的市盈率越高。这是一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



显而易见的常识，事实上投资者一直在拿股票的红利率或总收益与各种债券的收益率进行比较。

其次，公司的总负债一定不能超过它的有形资产净值。换句话说，它不能资不抵债。

回顾格雷厄姆从开始其研究到现在的这 30 年，格雷厄姆第二条准则同样得到了大约 19% 的年复利回报。

格雷厄姆的第三条准则很简单：公司的负债一定不能超过它的资产净值；另外，股票的红利率一定不能低于 AAA 级债券收益率的 2/3。换句话说，如果债券的收益率是 9%，那么股票的红利率不应低于当时股票市场价格的 6%。这条准则被证明带来了大约 18.5% 的年复利回报。

这三条准则都认为，任何一个同时出现在穆迪评级及标准普尔指南中的绩优股都应该被购买。在选择公司的时候，一定不要因为自己不喜欢而将之排除在外，也不要因为公司正在面临不良状况（例如正在遭受某些困难、管理层出现失职、自私或欺诈行为）而否决它。毕竟，严重的状况，如变卖或清算（只有在这种情况下才会了解公司的真面目），更多时候会发生在亏损的公司而非绩优企业。

在实践这三条准则的过程中，格雷厄姆建议，如果股价增长了 50% 或持有达到两年，无论先发生哪种情况，都要卖出股票；如果股票不分红或收益大幅减少，或者迄今为止市场价超出预期购买价格 50% 以上，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要尽快卖出股票。

格雷厄姆一生没有停止过学习。1977 年，他的遗著出版了。在书中他提出了另外一个方法，看起来同样奏效并且提供了更多的机会。书中提到了 5 条不同的价值判断标准和 5 条安全标准。同时符合任意一条价值判断标准与任意一条安全标准的股票都可以购买。

格雷厄姆的 5 条价值标准

1. 收益率应至少是 AAA 级债券盈利率的两倍。

2. 股票的市盈率应小于该股票在之前 5 年中最高市盈率的 40%（仅用做确定股票的跌幅）。

3. 红利率应至少是 AAA 级债券盈利率的 2/3。

4. 股票的价格不应高于这家公司每股账面价值的 2/3。

5. 市场中流通的股票总值不应超过公司流动资产净额的 2/3。

格雷厄姆的 5 条安全标准

1. 公司不能资不抵债：总负债不应超过账面价值（以财务术语来讲即债务股本比应小于 1.0）。

2. 流动资产应至少是流动负债的两倍（即流动比率应大于 2.0）。

3. 总负债应不高于流动资产净额的两倍。

4. 相较于前一年，每年复利应有不低于 7% 的增长。

5. 作为利润稳定的指标，过去 10 年中，利润下跌达到或超过 5% 的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年份不能超过两个。

格雷厄姆相信，如果能够同时满足5条价值标准之一和5条安全标准之一，这样的投资就能做得相当不错。他特别青睐这两种标准的第一条，即低市盈率与适当的债务资本比率。

1971年至1983年，得克萨斯基督大学的哈里·奥本海默教授一直在研究这两个标准（每种标准的第一条）。从1973年3月31日起，他开始着手完善一个股票投资组合，以满足纽约证券交易所和美国证券交易所之需。在每个周年纪念日，新的股票都按照年度财务数据被筛选出来，业绩不好或跌破买入价50%的股票被卖出。

这期间奥本海默教授的投资组合带给投资者25%的复合收益。尽管该项研究有某些瑕疵，但至少人们可以说，这证明了格雷厄姆大体上是正确的。

一个显而易见的问题是：能找到符合标准的股票吗？答案是，你可能需要等待。如果你有足够的信心，你就能找到。比如在1973年到1978年，每年有超过100只绩优股出现。最高纪录出现在1974年，绩优股超过了300个。在大牛市中，可供选择的范围会大大缩小。格雷厄姆会告诉你，在这种形势下你应该退出股市看牢自己的流动资产，例如1969年巴菲特清算合伙人公司，这为他在1974年重入股市大捡便宜股票打下了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

良好基础。

影响：15%的菲利普·费雪

巴菲特所说的他有15%的菲利普·费雪又是什么意思呢？费雪是加州上一代投资顾问中最著名的一个。他以冷酷、专注以及两条原则而著称。一个人无法做到面面俱到，样样精通，因此倒不如将注意力集中在几个主要领域。伟大的投资家通常注意力都很集中，他们或关注某一行业，或关注某类投资——如可转换债券，或关注某一地域。因为硅谷就在费雪家附近，所以他的注意力放在了高科技领域。他有一些比较著名的投资，如1931年买进了由湾区几家公司合并而成的食品机械公司（Food Machinery Corporation，FMC）的股票；20世纪50年代中期，在对德州仪器公司进行了详细调研之后，他通过摩根士丹利购买了私募原始股。第二次世界大战刚刚结束时，他又买进了陶氏化学公司（Dow Chemical）和摩托罗拉公司的股票。除了偶尔的波动，这些公司在数十年中都保持着持续健康的增长。我在想，巴菲特也许应该买点这些公司的股票，因

伟大的投资家通常注意力都很集中，他们或关注某一行业，或关注某类投资——如可转换债券，或关注某一地域。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为它们都是在同类市场中具有垄断地位的公司。

费雪投资时避开了保险公司和银行，在这点上巴菲特与他不同。为什么？我想有两个原因。首先，巴菲特喜欢数字，他很喜欢银行与保险公司，因为它们整日和数字打交道。如果足够小心，这两类投资都是有保障的，虽然发展慢，但是稳定。如果持续数十年以15%复利增长，最终的收益相当可观。其次，可以时不时地在银行和保险公司现金分红时以低价买入，这样手头的钱便能稳妥地运作。最近巴菲特宣布他不再关注银行业务、储蓄和贷款业务了，因为政府的储蓄担保使银行业务过于草率。

像巴菲特一样，费雪对消费类公司心怀戒备，原因之一是他不是那种喜欢每天消费的人。他喜欢质量好的旧衣服，喜欢有品位的旧汽车，而不是最时髦的产品。他甚至注意到假如他喜欢上一个电视节目，那么这个节目就有被停播之险，因为观众寥寥无几。

费雪本质上是一个成长型投资者，这样说并不是指他在任何时候都会孤注一掷，而是因为他控制着一些当前迅速发展的领域——如生物科技领域的股票。“明星”企业通常有相当高的利润，但丰厚的利润和高增长率通常是竞争者们竞相争夺的蜜罐——两个、四个、八个，越来越多的企业冲进来要分一杯羹。费雪最喜欢的是那些在有竞争力的领域中已经站稳脚跟的龙头企业。经年累月的残酷竞争使领先者更加顽

费雪最喜欢的是那些在有竞争力的领域中已经站稳脚跟的龙头企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强，更具生机。事实上这种公司不会比排名第二的公司的利润高多少，但或许它的库存周转率会更高。费雪当然希望看到他所投资的公司在领域内有最好的研究力量、有完善且具前瞻性的管理模式、有持续有效的成本控制以及一家优秀公司的其他种种特征。另外他坚信，公司的管理者要坚持不懈地为员工创造更好的环境。最重要的一点是，管理者应当切实——而非口头——致力于公司的长期成长。为了达到这样的目标，公司需要将大部分利润投资于新技术研究、新产品开发、现代化工厂建设以及其他维持今后更高利润所必需的工作。如果管理部门清楚自己在做什么，那么利润的增长便能够及时带动相应的股价上涨。这就是投资。

巴菲特对于长期投资的看法与费雪如出一辙。费雪说（巴菲特附和道），假设你能够以每个头脑 75 000 美元的价格随机购买一个毕业班中 10 个人 10% 的赚钱能力；进一步假设 10 年之后你得到一个机会更改选择——毕业后的学生有一些已经出人头地，而另外一些或许因为“个性阻碍了智力发展”而低于班级平均水平——你很可能决定将手头的某些失败者以低于购入价出售，然后在这些后起之秀——握有大把未行权的股票期权的高管身上使自己的投资加倍。

巴菲特指出，将一个大赢家抛售，然后购买一大堆输家的做法大错特错，即使输家们可能会更便宜。识别一个赢家是件很困难的事，在他们身上投资需要足够的信念，通常还要按计划解决一系列问题。为逃避这一切

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而去购买毫无把握的东西或许并不是获胜策略。有一次费雪被问到什么时候适于将手头大幅增长的投资卖掉，他的回答是："永不。"

那么费雪区别于格雷厄姆却为巴菲特所用的投资哲学是什么呢？我总结有以下几点：

1. 只投资同行业中的龙头企业（相反，格雷厄姆喜欢廉价公司）。

2. 强调管理。巴菲特一直满怀热情地支持那些优秀管理者，他们是大都会/美国广播公司（Capital Cities/ABC）主席汤姆·墨菲，消防员基金保险公司负责人杰克·拜恩，伊利诺依国民银行创立者兼主席吉恩·阿贝格，以及内布拉斯加家居卖场的罗斯·布朗金。我想巴菲特可能会同意费雪的意见，即反映一家科技公司管理能力的首要一点是业务技能（格雷厄姆不重视那些低价公司的粗放管理）。

3. 不要碰那些不诚信的或者利用自身地位在股东身上谋取不正当利益的公司。公司的股东报告也同样需要坦诚，费雪和巴菲特都痛恨那些将年报写得天花乱坠的公司。费雪认为，写出这种报告的区域副总裁应该被开除。董事长为什么不能对股东坦白呢？毕竟股东才是他的雇主（格雷厄姆也痛恨瞒报，不过如果公司够便宜，他在购买时会容忍这一点）。

4. 费雪买股票就像买房子一样，他只买自己愿意长期持有的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



司。你可以在它升值时卖掉，但这不应该是你购买它的初衷（格雷厄姆的方法鼓励换手）。

巴菲特和费雪通常选择他们熟悉的行业。作为领域内某一家公司的股东，他们已经积累了丰富的、可以洞察类似企业的知识。

与格雷厄姆不同，他们都认为需要亲自考察管理者——尽管巴菲特偶有例外。我感觉他特别看重那些可以在必要时更换管理者的商业特许经营公司，最典型的例子就是他全权控股（通过蓝筹印花公司）了《布法罗新闻晚报》却并未对其管理者进行严格考察。费雪绝不会这样做！但是，巴菲特了解报业的过去与将来，他确信通过对产品与财务的考察，能对隐藏在背后的经营者有所了解。

巴菲特是否真的85%像格雷厄姆15%像费雪？曾经一度可能是这样，但现在看起来已经不那么像了。当然，和每个成功的投资家一样，巴菲特也会谈到在低于股票价值时购买股票（格雷厄姆希望的是当前股票售价低于价值，而费雪希望的是股票在未来增值）。格雷厄姆的方法是基于财务比率基础的公司分析，它将诸多细节组合成一幅完整图片。由于这种分析得出的结论并非100%精确，因此格雷厄姆强调持有的股票多样化。巴菲特不喜欢广种薄收的投资方式。随着手中可支配的资金越来越多，他更喜欢将所持公司的股份不断扩大。巴菲特对他最熟悉的传媒公司的投资方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



就不适合格雷厄姆：这些公司的性质是商业特许经营，投资收益到很久之后才能表现出来。这不是格雷厄姆所熟悉的那种在硬资产（hard assets）低价时买进的游戏。

巴菲特 1977 年对《布法罗新闻晚报》的操作一定会使格雷厄姆陷入焦虑。当时这家报纸正准备启动周日版。巴菲特对这个行业了如指掌，根据所掌握的知识而不是仅仅对这份报纸进行财务分析，他推断出了这样做的可行性。[①]巴菲特承认，格雷厄姆也不会喜欢他 1985 年对大都会公司的投资。“我怀疑本的在天之灵不会赞成我这次投资。”巴菲特说。

那么巴菲特是一个菲利普·费雪法则的实践者吗？我们前面提到过，因为很多高科技公司都位于离费雪家不远的硅谷，所以他喜欢投资这类公司。他还投资那些与竞争对手相比在行业内已领先多年的高竞争力企业。与巴菲特喜欢投资的商业特许经营企业相比，这种优势投资可能是一个更强有力的赌注。费雪也是一个冷酷的掘金者。只有与公司所有级别的管理层、竞争对手、心怀不满的前雇员、代理商、产品的用户代表、业界联盟行政部门等一一讨论过后他才会满意。他还喜欢长时间持有所投资的股票，有时候长达二三十年。我们确实可以看到巴菲特和格雷厄姆之间有很

① 周日版成功出版了。竞争对手《信使快报》早报在 1982 年垮台，丧失了其在新闻界的垄断地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多相似之处，而巴菲特与费雪之间的相似处则没那么明显。[①]

“商品”与“特许经营”

在这里，“商品”与“特许经营”的概念很重要。顾名思义，商品通常是指一些可被广泛获得的材料，例如铁矿石、砾石、马铃薯或其他东西。商品可以按照一定的价格购买。如果价格提高，生产量便会增加。例如在马铃薯交易中，你可以预期马铃薯价格在三年中一直维持高价。第三年过后，农民们开始大规模种植，马铃薯供应量上升，价格则会下降。

因此，“商品”业务是这样一种业务：更高的价格几乎可以无限制地吸引更多的竞争者。举例来说，如果在一个繁忙的十字路口有一个非常成功的加油站，那么你有理由相信，另外一家加油站很快就会出现在这里。如果这一家生意也不错，那么加油站会接二连三地出现。同样，快餐公司、房地产公司、干洗店、精品店和一些小饭馆也会出现类似情况。这些行业很容易进入并启动，非常有吸引力却很少有人能真正做好——有 4/5 的新开业饭馆会在第一年倒闭。

---

① 近年来巴菲特的步子越迈越大，他通常将注意力完全集中在有重要地位的公司上，同时思想演变为“GARP”——以合理价格购买未来成长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



与“商品”业务相对照，你可以理解什么是坚不可摧的商业特许经营。我这里所谈的“特许经营”与大家熟悉的“麦当劳特许经营”中的“特许经营”是不同的，正相反，这是一种几乎不可能竞争的特许经营。

举个例子，有谁能想到湿鼻烟行业是一个几乎垄断的行业？但它的确是。美国烟草的 Skoal 和 Copenhagen 品牌统治着这个领域，与之抗争是一项艰苦卓绝的工作。由于湿鼻烟在干燥前有一个回潮和晾制工艺，而且完全干燥之后口感很不舒服（你不妨试试将一张玻璃纸含在口中的感觉），因此烟草商拿到货后都要尽快销售，这意味着因自身的限制它只能下小订单，在这种情况下供货商多了也是浪费（湿鼻烟可不是小买卖，美国烟草的湿鼻烟销售额超过了 2.5 亿美元）。另外一个奇怪的特许经营公司是奔达可公司（Bandag），它垄断着轮胎翻新业务。还有一种反乳化（将石油从开采到精炼过程中产生的水泡消除）业务的特许经营被路博润公司（Lubrizol）所垄断。嘉世藤公司（Josten's）则控制着大部分的班级戒指定制业务。

无论如何，巴菲特喜欢商业特许经营性很强的公司（不一定局限于上述公司）。他孜孜不倦地寻找那些坚不可摧却不为人知因而价格合理的特许经营。最好的行业也许是垄断性日报（容后详述），但是由于诸多经济因素

巴菲特喜欢商业特许经营性很强的公司。他孜孜不倦地寻找那些坚不可摧却不为人知因而价格合理的特许经营。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的干扰，人们对此几乎毫无认知。

1985 年，当被问到他的特许经营投资理念时，巴菲特是这样解释的：

只要手头有一大笔钱，就可以试着去寻找特许经营公司。如果你给我 10 亿美元，再给我全美 50 位商业经理的大致名单，那我就可以在工商界和新闻界都有所斩获。但如果你说“去，把《华尔街日报》整破产”，那我肯定会把这 10 亿美元还给你。虽然不情愿，可是我还得还给你。

如果现在你给我同样一笔钱，让我去削弱奥马哈国家银行的利润或者奥马哈最大的百货商店的市场地位，那么我会让它们经历一个艰难时期。也许我不能完全满足你的要求，但我会给它们带来很多麻烦。商业上最大的考验来自竞争对手（即使损人不利己）所带来的破坏。

有一些行业四周围绕着深不见底的护城河，而鳄鱼、鲨鱼和食人鱼在水中游弋。这就是你要的行业：周围环绕着一条即使伟大的约翰尼 · 韦斯默勒全副武装也游不过去的护城河。但这样的行业有时候也会被调整。如果我拥有奥马哈唯一一家被护城河环绕的公司，如果公司还没被调整，我会好好开发它。你要找的就是这种还没有被控制的被护城河环绕的公司，秘诀就是在其他人还没发现时捷足先登。你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所需要的是仍在蛰伏中的一家电视台或一份报纸。

共同垄断的广告业以及其他热门行业

在特许经营性很强的公司里，巴菲特对广告代理公司的投资尤其漂亮。他考察了大约7家最大的广告代理公司——埃培智公司、达彼思广告公司、智威汤逊广告公司、奥美集团、恒美广告公司以及其他几家——这些公司以前处于垄断地位，或者更恰当的说法是共同垄断。共同垄断的原因是，对于那些巨型公司——福特、可口可乐、IBM、金宝汤或其他公司来说，它们的广告代理商必须有能力掌控世界范围内发起的活动。举个例子，如果美孚公司更换商标或者可口可乐改变配方，它们通常会全球同步进行，这将牵涉到100多个国家。为了协调各项工作，公司的广告代理商要在其销售范围内广设分支机构，因为仅仅依靠联络员做事结果必然一塌糊涂。正因为如此，对于跨国公司来说，符合条件的广告代理商相当有限。如果一家跨国公司想撤换它的一家广告代理商，那它将不得不去寻找另外一家同等规模的广告代理商。因此顶级广告代理商很少会出局。事实上，随着跨国公司越来越多，广告业务也随之渐增。创建一家新的世界性广告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



代理公司理论上来说不是没有可能，但是实践起来却越来越难。那些老牌大公司在不停地抢购，将西班牙、泰国等国家当地高质量企业迅速纳入囊中，因此创建一家世界性的一流广告代理公司所必需的“原材料”所剩无几。

因为业务量巨大，一家大型国际性广告代理公司能付得起任何合理价格来兼并本地最好的企业，并将其业务纳入自身业务范畴以达到兼并目的。[①]

与其他行业例如装潢业可以在全国任意一家大型银行手中得到业务不同，广告代理商因其业务是提供竞争性策略而不能同时接受客户的竞争对手的业务。花旗银行和大通银行很少将业务交给同一家广告代理公司。因此对于那几家屈指可数的大型国际广告代理公司来说，它们手头必须拥有足够的业务量（有些公司试图通过建立半独立子公司来规避这个问题，尤其在处理纯粹的国内业务时，但这无法令它们的跨国大客户感到满意）。

前面说过，在1974年股票市场崩盘时，巴菲特开始投资广告业。在那一年，他以不到每股税前收益两倍且不足每股有形资产一半的价格购买了埃培智公司的股票，成了该公司最大的外部股东。考虑到埃培智公司的主要资产并不是它的有形资产，而是它的声誉、技能以及垄断地位，你就会明白这是一笔绝好的交易，这是只有在熊市中才可能出现的低价位，机

① 有些企业需要为其范围外的业务支付使用费，广告代理公司与报纸都具有这个特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不可失。要知道，那些有远见的大公司在收购小公司时的投入，甚至3倍于巴菲特投资在埃培智公司上的有形资产比率或每股收益。这种情况下你会亏钱吗？太难了吧！巴菲特同时持有了奥美公司的大量股份。在巅峰时期，巴菲特持有的埃培智以及奥美的股份分别达到了15%与9%。1985年他认为这两家公司的价值在市场上已经被全面认识，股价上涨空间受到挤压，于是减持了股份。

政府雇员保险公司

巴菲特也从对保险公司的投资中获益匪浅，尤其是对政府雇员保险公司（Government Employees Insurance Company，GEICO）的投资。早在哥伦比亚大学求学期间，巴菲特就注意到本杰明·格雷厄姆是政府雇员保险公司的董事。该公司有一项特殊的业务：通过邮件销售汽车保险，这就意味着不必支付代理佣金了。

在某个周六巴菲特来到了政府雇员保险公司位于华盛顿的办公室。门关着，巴菲特不停地敲门，直到门卫出现。巴菲特问他有没有人在上班。当时一位名叫洛里玛·A·戴维森的主管碰巧在，他后来成为了该公司的董事长。巴菲特向戴维森进行了自我介绍，向他了解该公司的情况。戴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

维森很健谈，随着交谈的深入，巴菲特对这家公司的兴趣愈发浓厚，他花了5个小时来了解这家公司的全盘运作。他很看好这家公司，买了些公司的股票。他咨询了几个精通保险公司债券分析和交易的经纪人，但他们都不看好这家公司，因为通过标准方法计算出来的股票价格并不便宜。不过他们没有注意到政府雇员保险公司关键性的一点——它直接向客户出售保险业务而跳过了保险代理环节，因此与普通保险公司5%左右的利润相比，它的利润可高达20%。当时整个公司的市场价值只有700万美元。若干年后，当这家公司成为华尔街宠儿时，它的市场价值已经高达20亿美元。

再回到奥马哈。当巴菲特回到父亲的经纪公司上班时，他开始向客户推荐政府雇员保险公司的股票，不过没人愿意买。当地有些保险代理人甚至义愤填膺，他们认为巴菲特－福克公司（Buffett Falk）应该远离这样一家没有代理的公司，并且奉劝老巴菲特打消儿子操作这只股票的念头。

最终，巴菲特决定不能只推荐政府雇员保险公司的股票，他应该将那些价格公道、有吸引力的保险公司的股票推荐给这些公司的雇员（他的客户对政府雇员保险公司的可靠性一直持怀疑态度）。另外一家保险公司——堪萨斯城市人寿保险公司（Kansas City Life）在奥马哈有代理人，股票售价仅为法定收益的三倍。经过周密考虑，巴菲特认为该公司的本地代理人应该愿意购买这家公司的股票，因为它有33%的“收益率”，而代理人很清楚投保人的年储蓄增长率仅有2.5%。换句话说，感谢该公司给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投保人的低分红，它使投资公司的股票收益比投保分红要高 13 倍——尽管未必有那么安全。巴菲特认为代理人应该深知堪萨斯城市人寿的可靠性，因为他一直在销售新的保单并邮寄保险费。可惜这位保险代理人和其他人一样蒙昧，他一直在为自己购买人寿保险，满足于那 2.5% 的收益，却对自己公司股票 33% 的累计收益率无动于衷。

关于第二次买进政府雇员保险公司股票的情形，巴菲特是这样说的：

那是在 1976 年。当时政府雇员保险公司并没有破产，但离破产不远了。在开拓特许经营领域的过程中，一系列失误使公司受到重创，但还有很多领域未受到干扰。公司的管理者就是那天晚上我碰到的那个人，在和他接触之后我买下了最初 500 股股票并追加了数千股，我感觉他有能力带领公司走出这个艰苦时期并重建商业特许经营的价值。他们现在能力有限；他们犯了各种各样的错误；他们仍然不知道自己的成本，因为他们仅仅为增长沾沾自喜却不知道损耗在哪里；他们搞砸了一切，但特许经营权仍然在他们手上。

这与 1963 年后期受“色拉油丑闻”困扰的美国运通公司很相似。当时美国运通公司的旅行支票和信用卡业务并未受损。色拉油事件可能毁掉了美国运通公司的资产负债表状况，但没有资本净值的美国运通公司仍然价值不菲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个没有资本净值的政府雇员保险公司也值很多钱，除非第二天它就关门大吉。但实际上它是有资本净值的，对此我很满意。我们会想办法去提高它的资本净值。他们现在正在想方设法为老股东储备着资本净值，这是他们早就应该做的。它有着极具价值的特许经营。别管资本净值。假设现在政府雇员保险公司付出了5亿美元的分红，资本净值一分不剩，这家公司还有价值吗？当然有。尽管它不得不采取措施，不得不转变成为另一个令保险监管人员满意的实体，但特许经营价值才是其中最重要的价值。

伯克希尔·哈撒韦公司现在拥有政府雇员保险公司40%的股份。1986年的年会上，巴菲特报告说当时该公司的财险及意外险业务运行良好，但是上一年过多集资资金从资本市场涌入了保险业。他补充说，一般情况下，一旦资本增多，价格与盈利就会下降。一些疲软的迹象已经显露，财产及意外保险业务的光辉岁月不会一成不变。

巴菲特的伟大思想

沃伦·巴菲特早就注意到，对于一个投资者来说，追逐新潮思想没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有必要——事实上是有害的。他说，应该给刚接受完投资课程教育的新人每人发一张打孔卡，上面打上 20 个孔或者更少，每个孔都代表一个他将要尝试的投资观念。这会提醒他，灵光乍现的伟大思想要远胜于一堆无用的小聪明。有一个跟托尔斯泰有关的著名论断认为他应该是刺猬而非狐狸：狐狸知道的东西很多，而刺猬精通一样。无论如何，对巴菲特来说，他的打孔卡上有一个洞就足够了。

巴菲特的伟大思想概括如下：垄断性日报是美国最好的商业特许经营。美国有超过 1 700 种日报，其中有 1 500 种以上是垄断性的。巴菲特喜欢将这样的报纸称为“毛利独占”，它是一个城市中几乎所有商业活动必经的“收费桥”，周边环绕着护城河。因此，就算业务量不大，凯马特公司也不得不通过报纸广告或随报发放的小册子来发布特价信息。甚至地方电视台也必须将每周节目表付诸印刷以扩大影响。事实上，某些商业活动需要做更多的广告来保证交易量，特别是在时机不好的时候。报纸广告很奏效，没有竞争的报纸通常很成功。[①]

巴菲特的伟大思想概括如下：垄断性日报是美国最好的商业特许经营。

① 有些人也发现了这一点。比巴菲特做得好的大有人在。萨姆 · 纽豪斯（Sam Newhous）本来是史坦顿岛地方法官助理，生活贫苦。一次老板安排他负责一家小报的广告审核，每周拿 2 美元补贴。后来纽豪斯从法官手中得到了这份报纸，在此基础上逐渐建立起自己的报纸王国。他去世之后，与美国国税局有争议的遗产税超额部分（并非遗产税本身）就高达 5.6 亿美元！同样，华特 · 安纳伯格在《电视指南》和《赛马消息报》——在各自的领域中都有垄断性地位，是全国最有价值的媒体资产——上也获得了丰厚利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以说，巴菲特的血液中流淌着油墨的痕迹。巴菲特外祖父在内布拉斯加的西点军校就曾经创办并主编过一份叫做《克明郡民主党报》的周报。巴菲特的母亲利拉 · 斯塔尔在家庭印刷厂排版，也为报业工作。巴菲特的父亲在内布拉斯加大学主编了一份名为《内布拉斯加日报》的报纸，并且在大学里遇到了前来找工作的巴菲特的母亲。巴菲特小时候被报纸环绕——他当时同时做两份报纸——《华盛顿时报》（已停刊）和《华盛顿邮报》的投递。事实上，如果回顾一下他 12 岁那年出版的那份叫做《马童精选》的赛马内情报告，这位出版业之王的职业生涯可以追溯到 50 年前。后来，在内布拉斯加大学求学期间，巴菲特成为《林肯日报》的营业主任。至少可以说巴菲特是一位报业资深人士。

1969 年巴菲特买进的《奥马哈太阳报》是他正式向报业进军的第一份报纸。他在 1981 年、这家报纸倒闭前的两年将之售出。1973 至 1974 年，他大量买进《华盛顿邮报》的股份，最终以持有 190 万股 B 类普通股而成为这份报纸最大的外部股东，这代表着他拥有这份报纸 13% 的利润，或者换一种表述方法，他拥有的利润大约是报纸的控股者——格雷厄姆家族的一半。

当《华盛顿邮报》下属刊物《波士顿环球报》1973 年面世时，巴菲特通过伯克希尔 · 哈撒韦公司取得了上百万股份。他是《华盛顿邮报》的编辑，不过他并未成为其下属刊物的编辑。此外，他还持有大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



量奈特·里德报系、媒体综合集团（Media General）以及多媒体公司（Multimedia）的股份。他同时在另一家传媒公司——《时代》公司拥有可观的利润——伯克希尔·哈撒韦公司曾经一度拥有它4%的股份，后来卖掉了。

1977年，巴菲特通过他的蓝筹印花公司，以近3 500万美元自小布特勒夫人手中买下了布法罗新闻晚报公司（Buffalo Evening News Company）。当时布法罗市有两份报纸，另外一份叫做《信使快报》，由康纳斯家族掌控。《布法罗新闻晚报》周刊发行量是280 000份，周六版发行量是295 000份。《信使快报》每周发行量为125 000份，周日版发行量为270 000份。巴菲特始终认为没有周日版的日报不会成功，因此他向《布法罗新闻晚报》追加投入，启动了周日版，并做了三份不同的样刊免费赠阅。《信使快报》为此提起诉讼，指控赠阅的行为“有累本报停业之虞”。

巴菲特承认，如果《布法罗新闻晚报》成为垄断性报纸将带来三倍于收购价的回报，但是当他被问到出周日版是否考虑到会有扼杀《信使快报》的可能性时，他回答道：“不，我认为《信使快报》在很长一段时期内会处于领先地位。”不过，事实是《信使快报》确实倒闭了，而《布法罗新闻晚报》现在的价值接近于巴菲特收购价的10倍。

导致报纸垄断存在的原因是《美国宪法第一修正案》（内容有关新闻、出版自由等）。美国国会在1970年颁布了《报纸保护法》，使报业免于反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

垄断法的制裁。法案规定，当同一市场中的两家报纸可能因过度竞争而导致其中一家消亡时，允许两报合作而不必像其他行业那样必须以两个彼此竞争的实体存在。近代从未出现一份有稳定地位的日报被迫歇业或被竞争对手兼并的情况。新的报纸取代原有报纸需要相当长的时间，因为原有报纸的读者已经适应它的专栏、连环漫画、体育栏、证券交易栏、个人广告栏，并且对原有报纸怀有一种个人情感。因此，新的竞争报纸就会发现自己陷入了一个痛苦的怪圈：印刷、回收，印刷、回收，再印刷、再回收。这是一个昂贵且令人沮丧的过程。众所周知，在近代任何创办新报纸的努力，至少在财务上都是亏本的。

另外，垄断性报纸可以有恃无恐地向工会发起挑战，这是迟早的事。在一个多家报纸共存的城市里，第一家吃螃蟹的报社可能会面临因接踵而来的罢工而全盘覆没的风险。相反，垄断性报纸如果做同样的事，竞争报纸可能会在其罢工期间有微弱增长（例如罢工者自己发行的报纸），但垄断的一方迟早会击败竞争对手赢得胜利，恢复自己的统治地位。

因此，巴菲特说：

> 一份有突出地位的报纸带来的经济效益相当显著，这是最好的商业交易之一。一流的报纸带来一流的效益，三流的报纸也能带来同样或者更好的效益——视其所处的地位而定……对于大多数市民来说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



再糟糕的报纸也有购买的价值，因为它具有“公告牌”效应。在同等条件下，糟糕的报纸不会像一流报纸那样赢得那么多读者，但糟糕的报纸对读者来说同样必不可少。报纸对读者的吸引力会吸引广告商的注意。

对巴菲特来说，他对报纸情有独钟：“说实话，报纸业的利润并不算高，不比有轨车耦合器行业带来的利润更多。但报纸可以引导社会规范。我并不想参与我所掌控的报纸的具体编辑运营，我真正喜欢的是成为这其中的一员。”

另一位格雷厄姆

1971 年，《华盛顿邮报》以每股 6.5 美元的价格首次在 B 股市场公开发售，而 A 股由格雷厄姆家族持有。当时发行的股票总数为 1 400 万股，其中 270 万 A 股由公司控股人凯瑟琳 · 格雷厄姆持有。《华盛顿邮报》在 1933 年由华尔街金融家尤金 · 迈耶买下，凯瑟琳 · 格雷厄姆是他的女儿。B 股共发行了 1 130 万股，全面参与分红。按股价计算，整个公司的价值约为 1 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 1973 年、1973~1974 年大熊市的初期，《华盛顿邮报》每股的价格跌到了 4 美元以下，这使得巴菲特能够以 1 060 万美元买下它 10% 的股份。当时华盛顿邮报公司的收入大约是 2 亿美元，这包括了它旗下的报纸《新闻周刊》、时代先驱报业公司、四家电视台以及负责其大部分印刷的纸行的总销售额。好报纸在市场上的售价大致是它自身收入的两倍半，这样算下来，在巴菲特买入的时候，华盛顿邮报公司的总价值最起码相当于其市场价的四倍有余。1981 年，《华盛顿邮报》的竞争对手《华盛顿星报》停止运营，尽管很多原《华盛顿星报》工作人员转投文鲜明牧师领导的统一教会门下，新出版了一份叫做《华盛顿时报》的报纸，《华盛顿邮报》仍然得到了大部分原《华盛顿星报》的读者群。

《华盛顿邮报》一直在回购自己的股票，这是巴菲特在他所投资的这些公司身上获得丰厚利润的一贯方式。与他购买时 1 900 万股的发行股数相比，现在的数量已经减少到了 1 300 万股，而他的收益增加了 13 个百分点。

在买进《华盛顿邮报》的 5 年后，该报的市场价开始超过巴菲特的成本价，此后价格再未回落。截至 1985 年，该股股价已经攀升到他成本价的 20 倍，他不到 1 100 万美元的投资增值到大约 2.5 亿美元。

买进股票之后，巴菲特写信给凯瑟琳 · 格雷厄姆，向她表明他只是做投资，并无意撼动她的地位，毕竟她拥有 100% 的 A 股股份，控制着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表决权。他们之前有过接触，当时巴菲特想请她帮忙买《纽约客》的股份（她谢绝了），但他们之前素未谋面。她在《洛杉矶时报》位于洛杉矶的办公室中安排了一次与巴菲特的会面，这次会晤使她打消了部分顾虑，她邀请巴菲特到华盛顿进餐并参观华盛顿邮报公司。进餐时巴菲特坐在芭芭拉·布什与简·马斯基之间，一切都很顺利。不过在参观华盛顿邮报公司期间，报社员工正在罢工——这为日后的麻烦埋下了伏笔。1975 年巴菲特加入该公司董事会并成为其财务委员会主席。同年 10 月，爆发了一场激烈的劳资纠纷。在卷入纠纷的同时还要面对《华盛顿星报》的威胁，这一切使得格雷厄姆夫人忧心忡忡。巴菲特不断鼓励她。有时巴菲特与格雷厄姆夫人和其他高管会去工厂做工，完成本应由罢工者做的工作。最后罢工以失败告终。《华盛顿邮报》开始雇用非工会员工。

巴菲特一直钟情于电视业。1985 年，他力促格雷厄姆夫人以 3.5 亿美元买下大都会公司 53 套有限电视系统。这有赖于在此期间《华盛顿邮报》利润的巨额增长：从 1981 年的大约 700 万美元增长到 1985 年的大约 1 个亿。

随着时间流逝，巴菲特与格雷厄姆夫人成为好友，从华盛顿到巴菲特位于拉古娜海滩的度假别墅，他们相互探访。许多年来，巴菲特都扮演着格雷厄姆夫人财务顾问的角色。格雷厄姆夫人的丈夫死于自杀，她一直负责公司的经营，肩负重任。巴菲特会拿去一堆公司年报，引导她看年报内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



容。朋友们很快便注意到在谈到商业问题时她说话方式的改变。她说："我有两位伟大导师：一位是巴菲特，另一位是阅历。"

格雷厄姆的儿子、同为报业人士的唐纳德正在酝酿接班，显然他也将巴菲特视为顾问之选。按照唐纳德·格雷厄姆的说法，巴菲特有"聪明盖世的头脑。他对数字有着惊人的记忆力。他有敏锐的思维。他永远在思考，永远在观察"。

在华盛顿，巴菲特加入了城市研究所（一个开放性智库）和苜蓿草俱乐部（Alfalfa Club）。他在评论性期刊《华盛顿月刊》上投了一些钱。他也喜欢结交华盛顿的当权派。一位熟人说巴菲特"愿意经由凯·格雷厄姆介绍打入政界要员或名人圈。他与本·布莱德利（《华盛顿邮报》执行编辑）打网球。他在政党会议与选举辩论会时坐在贵宾席上。他确实沉迷于此"。

进军电视业的大学

1968 年，在朋友约瑟夫·F·罗森菲尔德（律师、投资人、前杨克百货公司主席）力劝之下，巴菲特成为格林内尔学院董事。

1967 年，当时还是格林内尔学院董事会投资委员会成员的罗森菲尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



德敦促该学院的捐赠基金会以每股 17.50 美元的价格买进了 300 股伯克希尔 · 哈撒韦公司的股票。这笔投资并不大，却得到了丰厚回报，因为后来每股价格超过了 3 000 美元。巴菲特很少参加每年三次在学校图书馆召开的冗长的董事会议，他更愿意与罗森菲尔德或（必要时）财务委员会直接讨论投资策略。

1976 年在新奥尔良参加一个报业经济会议的时候，巴菲特发现 AVCO 公司决定出售它的电视台。由于美国联邦通信委员会（FCC，Federal Communications Commission）的限制性条款，巴菲特不能以伯克希尔 · 哈撒韦公司的名义收购该电视台，因为电视台控股权在《华盛顿邮报》公司手中。所以他向罗森菲尔德建议，如果价格合适，可以让格林内尔学院尝试收购其中的一家电视台。巴菲特首选的是辛辛那提的一家电视台。但是，格林内尔董事会在讨论资金交易问题上花了太多的时间，结果被多媒体公司抢先以 1 600 万美元的价格买下了它。（随后格林内尔学院以 315 000 美元购买了多媒体公司的股票，股价紧接着开始飞涨。）

AVCO 公司位于代顿的电视台是巴菲特的第二选择。这一次他采取了先投标再安排资金的做法。他出价 1 290 万美元，是该电视台年总营业额的 2.5 倍。他赢了。1984 年下半年，格林内尔学院将电视台以 5 000 万美元的价格卖给了赫斯特公司。这笔交易使格林内尔学院的捐赠基金翻番，达到了每个学生人均 127 000 美元；与之相比，哈佛人均为 180 000 美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



耶鲁是 121 000 美元。做完这件事情之后，巴菲特功成身退，将捐赠基金会交给红杉基金的比尔 · 瑞恩和太平洋财务管理公司的詹姆斯 · 吉普森打理。这两位也做得非常出色。

掷骰子能手

巴菲特早期媒体交易的成就被他之后的交易的光芒所掩盖。1986 年 1 月，他投入 5.175 亿美元现金——约为伯克希尔 · 哈撒韦公司流动资金的 1/4，以每股 172.50 美元的价格买入大都会 / 美国广播公司 300 万股股票，为大都会公司兼并价值 35 亿美元的美国广播公司提供了资金支持。巴菲特由此取得了大都会 / 美国广播公司 18.7% 的普通股股份，作为公司最大的股东在董事会占有一席之地。这是巴菲特最大的一笔投资。

巴菲特与大都会 / 美国广播公司之间达成了一个不寻常的协议。他是公司董事，他同意只要当时 61 岁的董事会主席汤姆 · 墨菲以及 58 岁的总裁丹尼尔 · 伯克在任，他将坚决拥护管理层的决议，11 年不变。因此，巴菲特作为一名管理者有名无实。他在买进公司的同时是将管理层一并买入的，他并不热衷于在他所投资的公司中承担业务上的角色，这并不算太大的牺牲。这种安排实质上加强了墨菲和伯克的统治地位，这也正是巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



特的目的：

他们在位的话，我们将与一流的经理人齐心协力，全力投入到公司的运营当中，将股东们的长期利益最大化。这当然远远强过“旋转门”①资本家视公司利益为儿戏、使公司经理人丧失信心做法。（当然，那些将自身利益凌驾于公司利益与股东利益之上的经理人是要被清理出局的。不过，在投资中我们尽力避免这种情况出现。）

今天，企业的不稳定性是表决权股票所有者泛滥的必然结果。大股东在任何时候都表现得道貌岸然，但他们常常会暗藏私心。我们通常的做法是通过限定股票交易来提高公司的稳定性。这种稳定性与优秀的经理人或良好的业务密不可分，这些共同为创造丰厚利润提供了肥沃的土壤。我们这样安排是出于经济上的考虑。人是很重要的。我们不希望看到自己喜欢的经理人——我们愿意将财务重担托付于他——因为有关决策层出不穷的“创意”而寝食难安。我告诉他们一切照旧。我说到做到，伯克希尔·哈撒韦公司会签署协议。签字也意味着经理人得到的是公司保障，不必因我个人参与伯克希尔·哈撒韦公司事务而过分担心（这是除三条投资原则之外，我在任何时期

① 所谓“旋转门”，指的是个人在公共部门和私人部门之间双向转换角色、穿梭交叉为利益集团牟利。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



都遵守的条款）。

购买了大都会 / 美国广播公司股票之后，巴菲特对自己在 20 世纪 70 年代末卖出该公司股票的行为感到懊悔：

> 肯定有人会觉得奇怪，为什么我们会在股票价格飞涨的牛市中以每股 172.50 的价格购买大都会 / 美国广播公司的股票，却在 1978 年到 1980 年期间以每股 43 美元的价格卖出。为了回答这个问题，我花了大量时间来考虑如何给出一个合理的解释。
>
> 请再多给我些时间让我继续考虑吧。

为了担任大都会 / 美国广播公司董事，他辞去了在《华盛顿邮报》的董事职务。不过他在大都会 / 美国广播公司和在《华盛顿邮报》的情况类似——《华盛顿邮报》实际上紧紧控制在格雷厄姆家族手上，巴菲特扮演的角色被限定为一位令人尊敬的顾问。

“沃伦喜欢汤姆 · 墨菲。”巴菲特的老朋友、政府雇员保险公司 CEO 杰克 · 拜恩说道，在 1985 年年中接管消防员基金保险公司之前，他一直在伯克希尔 · 哈撒韦公司担任要职。“无论在一起做什么，沃伦都愿意与他成为搭档。”在 1986 年 6 月召开的大都会 / 美国广播公司下属公司的会议上，墨菲介绍巴菲特是母公司的“400 磅大猩猩”，在保护着他们免受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外来侵犯。作为回应，巴菲特将墨非和伯克比做伟大的棒球手贝比 · 鲁斯和卢 · 格里克（他们曾经赢得美国棒球职业联赛为击球手颁发的全额奖金）："一生中最关键的事情是找准击球手。"

墨非因大刀阔斧地缩减公司开支而著称。举个例子，《堪萨斯城星报》本来处于公司的松散管理之下，在大都会 / 美国广播公司将其买入之后，该报利润增加了 6 倍。巴菲特希望汤姆 · 墨非能够提高大都会 / 美国广播公司的盈利，但当时存在很多不确定因素。巴菲特在格雷厄姆 · 纽曼公司的同门师兄弟沃尔特 · 施洛斯说："这样的交易适合沃伦，但不适合我。"在 1985 年接受《商业周刊》采访时巴菲特承认，对于大都会 / 美国广播公司的投资并不符合格雷厄姆所主张的在股票真实价值和市场价格之间应有"巨大的安全边际"的原则。不过，由于大都会 / 美国广播公司的股价由每股 172.50 美元上升到了 275 美元，到 1986 年底，巴菲特仍然从这次交易中得到了 3 亿美元的账面利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

02

第二章

投资原则

好企业
坏企业
市场与公平价格
灾难
成功高于一切
为整个房产定价
部分优于整体
风险与回报
安全边际
随机应变
有效市场假说
我是好样的
Beta 系数
不自量力的困境
保险公司的杠杆作用
现金放大效应
12% 股本债券
商誉——送不完的礼物

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二章 投资原则

好企业

巴菲特通常只买好企业，但有时他也会偏离这个原则，而偏离的结果总是以金钱为代价。如果坏企业——垃圾企业足够便宜，许多大胆的投资家会去购买，然后帮助管理层解决问题。巴菲特发现自己是一个低调的投资者，他不想让繁杂的环境将生活搞得过于复杂。好企业尽管稀有，但时不时会像垃圾企业那样低价，一旦你抓住机会，就会变得富有。

好企业尽管稀有，但时不时会像垃圾企业那样低价，一旦你抓住机会，就会变得富有。

那么，怎么找到一个优秀的好企业呢？以下是一些好企业的特征：

1. 有高资本回报率。巴菲特发现这个指标比人们更熟悉的利润增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长指标还要安全，因为利润增长经常会被做手脚。

2. 好企业应该创造现金利润，而不仅仅是账面利润。

3. 好企业应该有快速的库存周转率，在计入设备与库存情况下有高收益率，有可预测的利润。

4. 在巴菲特写给伯克希尔·哈撒韦公司股东的年度报告中，他再三强调，在购买股票时必须考察一个优秀经理人必不可少的品质：像老板那样思考。这就是他之所以欣赏大都会/美国广播公司的汤姆·墨菲，政府雇员保险公司和消防员基金保险公司的约翰·拜恩，以及伯克希尔·哈撒韦公司经理人（巴菲特在年报中总是毫不吝啬地向他们表达敬意）的原因。

5. 应该享有很强的“商业特许经营权”，以便在成本增高时将其转嫁到消费者身上。

6. 理想的企业模式是一种被巴菲特称为“收费桥”或“毛利独占”的模式——其他企业必须通过它们才能完成主要业务。最理想的是垄断或“寡占”，即共同垄断。他喜欢的四类企业是电视台、垄断性日报、少数优秀的跨国广告代理公司及保险代理公司。在每个领域，经济基础——电视台或报纸当地的商界、广告代理公司或者保险代理人服务的企业——会创造出巨大的市场，而“毛利独占”公司只需尾随其后，坐收渔利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



7. 好企业应该有可定义的特性。举例来说，联合企业或随着技术变革而时常改变企业特性的高科技企业，都很难经营和投资。

8. 好企业不应该出现复杂的管理问题，例如在经理人选择上过于苛刻等。

坏企业

好企业寥寥无几，坏企业却多如牛毛。坏企业的大多数特征与好企业正好相反：

1. 它热衷于账面利润而不是现金利润，或它销售额的增长依赖于越来越多的投资，即所谓的"连锁信"企业。这样的模式很容易引起资金周转不灵或企业猝然倒闭。

2. 企业内部有不诚信或贪婪的经理人，不忠于股东利益。巴菲特鄙视那些身居要职却滥用职权或以权谋私的高管。他还痛恨那些无视老股东利益，通过高价收购扩大公司规模的管理层。有时一家公司在以高于账面价值买入行业内另一家公司后，会增发低于账面价值的股票来筹集收购所需资金，这样一来公司的老股东利益就会受到损害，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而管理层却得到了荣誉。巴菲特还痛恨那些在关乎公司未来的重大政策性问题（如大型资产剥离）上不顾及股东意见的管理层。

还有一种行为也为巴菲特所不齿。企业内部人士往往在市场大涨时以远超股票价值的高价抛售股票。随之而来的就是投资者信心破灭，市场转盛为衰，股价跌落至发行价，甚至跌破发行价，而这些人随即从被激怒的股东手中廉价购回公司。他们所做的一切，无非是为了从那些信任他们的投资者手中骗钱。[①]

在这里顺便提一句，与庄家相比，散户永远处于极端劣势。对于散户来说，了解管理层的道德品质是相当困难的一件事——股票经纪人不会在报告中对此详加论述——但这却是决定投资未来至关重要的一点。

3. 时不时变更公司特性。如国防承包商通常不得不大量更新防御程序，一方面出于维持业务的考虑，另一方面他们必须设想任何可能受到的攻击并修补漏洞，因为一旦出现失误，对公司的生存将是致命的打击。巴菲特称之为“赌博性公司”。联邦快递、宝丽来、洛克希德和 IBM 都不得不做出大量承诺，一旦它们无法履行承诺，可

① 一个臭名昭著的实例是当年炙手可热的广告代理公司韦尔斯 · 里奇 · 格林公司的所作所为。它控制股价从每股 20 美元暴跌到 6 美元以下，然后韦尔斯夫人以每股 9 美元的价格将所有股票买进，以投资者的一半资产转移到公司内部人手中而告终。绿票讹诈到处都有。将钱交到并不代表你利益的经理人手中的行为愚不可及。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能就会导致公司垮台。一些以自然资源为基础的产业（矿业、农业、渔业等）也处于相似的境地，著名的（也是糟糕的）例子便是多姆石油公司。

4. 应避开严重举债的企业。越来越重的债务负担通常标志着经营方向的失误，如果境况无法改善，企业要么有朝一日倒闭，要么以不利条件再融资，牺牲老股东利益。

5. 一个企业如果承诺在未来很长一段时间之内提供某项服务或某种商品却不考虑通货膨胀因素，这种公司也是高风险公司。以西屋电气为例，它便因为一个铀的长期提供合同而一蹶不振。一些意外险公司也因为“长尾”债务而崩溃（事件所引起的结果在多年之后才浮出水面）。

6. 或许是生活在农业区的缘故，巴菲特对农业及服务于农业的企业也不看好。农业相关企业的“高库存”周转率非常缓慢——需要一年，还有种植与耕作的消耗。如果农作物歉收，农民们可能没有机会进行新一轮耕作来挽回损失。出于同样的原因，农具或种子的供应商、为它们提供贷款的银行，都会由于农民的困境而相继陷入麻烦。而且农民所面临的困境往往完全不在他们自己可控范围之内：高油价有损农民利益，他们依赖石油或从石油中提炼出来的化工产品来做燃料、肥料，进行冷藏等，就像货币的通货膨胀一样，这会使农业无利可图，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但错并不在农民身上。

今天大多数人已经认识到农民所面临的困境，而巴菲特则在若干年前，在欧洲人满腔热情地收购美国的农田而一些国会议员担心农田会被外国大量控制的时候，已经意识到了问题所在。

7. 除了某些特例，巴菲特也不太青睐零售业，他坦言自己对这个行业并不真正了解。

8. 巴菲特不喜欢人寿保险，他说这个行业比人们想象的还要乏味。出于同样的原因，他也不喜欢再保险公司。他说，人寿保险不能给人足够的收益去抵消保单所带来的麻烦。对于再保险行业，在长期合同下出现意想不到的事故责任时，长期保险的反应会长期滞后，而且事件涉及的金额也是未知的。

9. 巴菲特发现大型的、资金密集型企业通常对投资者没什么吸引力。它们的可用现金流经常不够支付红利，也不足以维持足够有竞争力的设备。因此，在很长一段时期内，大多数钢铁企业、汽车企业、公用事业单位、重化工企业、设备公司、石油公司都需要发行新股或向市场借入资本，目的并不是增加盈利，而仅仅是为了维持其自身地位。

举例来说，主要石油公司对加大投入、寻找新的石油并包装待售的关注，超过了对油价的关注。一旦它们库存的低成本石油售罄，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



们的实际利润就会下降。

矿业企业甚至更糟糕。向地下挖掘越深，消耗成本越高。拉美或其他区域的地方政府越来越注重项目规模，企业需要再投入现金流来扩大生产或者应对困难。但是最终企业会发现它们只不过在为客户的利益和贪婪的地方政府工作，而后者会以税收和无穷无尽的规章制度直接或间接地剥夺企业的财产。企业所有人最后会不名一文。

1985 年，巴菲特彻底结束了伯克希尔·哈撒韦公司的纺织业务。1965 年，巴菲特买入纺织品公司伯克希尔·哈撒韦，开始了自己控股公司的生涯。数年来纺织品业务耗费了大量资金，但无论他如何努力，都无法改变经营不善的状况。他承认，在经营这家纺织品工厂时，他忽略了孔德（Comte）的忠告：“智者应该成为自己心灵的仆人，而非它的奴隶。”

在解释自己的决定时，巴菲特引用了美国最大的纺织品公司伯灵顿工业公司的例子。他观察到在超过 20 年的时间里，伯灵顿工业公司用于投资的资本支出相当于其股票价值的三倍，投资的结果是销售额增加了两倍多。在 20 年后它的股票售价与发行时相当，但边际利润却减少了。这样，扣除通货膨胀影响，20 年后伯灵顿工业公司每股价值只有开始时的 1/3。巴菲特引用塞缪尔·约翰逊的话说道：“能数到 10 的马是一匹了不起的马——却不是了不起的数学家。”他又加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了一句："能出色地分配资本的纺织公司在业内是一家了不起的纺织公司——但纺织业却不是个好行业。"

巴菲特继续引用了若干年前他自己说过的话："企业的商业模式是决定性的，一些行业注定是明星管理者的滑铁卢。"

10. 这就引入了另外一个问题：政府法规对公司的影响。有些公司如公共事业公司，因为受政府规章控制，通常不会带来长期的、令人满意的投资收益。

市场与公平价格

在巴菲特的思想中，最容易为初学者所掌握的最简单、最重要的一条就是：市场价格迟早会反映价值。

这只不过是时间问题，而且不会拖得太久。大多数投资者不会有专家那样的深刻认识，不明白市场的反常是必然而短暂的现象。如果一只证券在同类同质证券中以显著低价销售，那它的价格很快就会升到真实价值水平。如果一只价值 1 美元固定资产的股票被以 60 美分的价格出售，那它的价格迟早会回升：不仅会升到 1 美元，而且很有可能超出。股票的价格，以及市场中的所有价格，不仅会反映真实价值，而且迟早会超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过价值。

这种现象的验证并不需要很多年，如果自最低点算起，实际上大约只需 3 年。在考察那些伟大的投资家的过程中，我经常为这个 3 年现象而震惊。原因是什么？好的投资是精确量化的——买进的时候以最低价格买进，卖出时以最高价格卖出。市面上有无数判断价格高低的标准。如果被采用的标准起作用，那么你会发现，当你以最低价格买进时，你进入的是一个市场的 4 年周期——你接近最高点卖出的时间通常是在买进的第三年之后，而第四年价格便开始跳水。(《价值线》会定期公布股价低于净营运资本的股票名单。在一份截至 1985 年中期的 5 年名单中，名册上的企业从 55 家减少到 5 家。)

因此，就周期本质而言，一个真正好的交易——在周期中的最低点附近买进——通常在同一周期的晚些时候会得到好的收益。(当然，如果你在低点之前买进，可能会多等一年甚至两年时间。)

情况并非总是如此。30 年前，多数交易是个人完成的，很少有共同基金参与，安全分析也是采用会计表格手工分析，还没有用到电脑等现代工具。在这样的环境下，理论上说可能会存在一个特别低价的股票多年未被发现的情况 (尽管未必会有)。这倒不是格雷厄姆的经验。(在日本的确有这种事情发生，但有一定的变化。) 如今的分析师们不断地在筛选低价股票数据库，就像塔台用雷达搜寻天空一般，低价股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票很少会长时间不被发现，所以在市场繁荣的泡沫中，低价股票几乎一定会上涨。

在这个程序上还可以再做改进。其一，尽量等到某一股票的相对业绩表明它出现了有实力的买家支持，股价不再下跌时，你再投资。如果你不是机构，这种方法会帮你省钱。如果你是机构，最好在股价最低时乘虚而入。

另外一个方法很多人都在实践，也是罗伯特·威尔逊这位野心勃勃的成功投机商惯用的方法，那就是持有大量头寸并大肆宣扬——最好让华尔街的专栏作家都知道。[①]

灾难

股票市场对于消息的反应极其情绪化。当市场信心遭受打击时，事态可能会一发不可收拾。这种情况下就可能会产生有经验的投资者期待已久的机会。如果一只失宠的股票现价每股100美元，那么一条坏消息可能会

---

① “我一直在试图扬长避短，所以我总在利用大众。除了内幕消息，我会将我的任何想法毫无保留地告诉艾伦（巴朗公司的艾贝尔森），我很享受这种无拘无束的感觉。”见《金融大师》（*The Money Masters*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



将价格打压到每股90美元，而且还有机会降到每股80或70美元，有时甚至可能降到每股60或50美元，这就会创造一个买进机会。

在1963年蒂诺·德·安吉利斯的“色拉油丑闻”殃及美国运通公司的时候，巴菲特对美国运通公司的买进至今仍被人们津津乐道。简言之，美国运通公司的一家下属公司发现由它签发仓储收据的一批色拉油并不存在，公司将面临数百万美元的索赔，公司股价急剧下跌。巴菲特确信这家公司基本业务具有“特许经营”价值。显而易见，它的信用卡业务和能带来巨大“现金流”的旅行支票业务并未受损。当你向美国运通公司购买旅行支票时，相当于你免息贷款给它，换回来一张印刷好的纸。免息贷款总额——“现金流”的数额在任何时候都有数十亿美元之多。巴菲特买进了美国运通公司5%的股份，得到了可观的回报，股价在5年内涨了5倍。

还有更多灾难性例子：博帕尔农药厂爆炸使联合碳化物公司股价暴跌，这给了巴氏兄弟（Bass Brothers）一个获取巨额利润的时机，因为在数月内该公司的股价即反弹至几乎与事发前持平；克莱斯勒濒临倒闭，麦哲伦基金（Magellan Fund）乘虚而入；经历煤气管道事件的迪士尼，以及20世纪70年代被禁止做电视广告的烟草企业，在之后的岁月里，它们的股价都有显著增长。

顺便提一下，最无稽的事便是因战争恐慌而出售股票。有经验的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者做法恰恰相反。

赫伯特·艾伦1942年买下了一家菲律宾的矿业公司。战争对于货币来说是一场灾难，国家因集结军队进行战斗投入大量资金而出现巨大财政亏空。货币贬值时，投资者转而投向实物，以及代表实物的股票。随着货币的不断贬值，实物所代表的货币金额越来越高。因此，在战争时期其实应该卖掉债券买进股票，尤其是在战争恐慌使股价下跌的时候，就像战争一贯带给股市的影响那样。

成功高于一切

其实万物都有自己的价值，一个受大众欢迎的概念总是比其他任何事物都昂贵，可惜人们意识不到这一点。

当一个具有商业特许的好企业在被忽视多年之后最终被大众发现时，其价值通常会被高估。其实万物都有自己的真实价值，一个受大众欢迎的概念总是比其他任何事物都昂贵，可惜人们意识不到这一点。

对于非专业投资者来说，这是极其重要的一点，值得认真思考和领会；真实价值越大，价值被高估就会越多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为整个房产定价

大多数分析人士以小人国的眼光评估一项资产，他们仰视一家公司，然后得出结论。如果你是一个小人，用了数千条绳子将格列佛绑在地上，然后找一位评估人，来考察他腿的尺寸、鞋子上银搭扣的价值、牙齿的价值以及他的外套、裤子、衬衫可以被切割成几片，那么你考虑的是这个事物的折旧资产。这是“价值”理念的一个变种。

而如果你是个征兵长官，你可能会问自己，格列佛在将来会给你带来什么利益。这就是“成长”理念。

与“成长”理念相关的是一种你可能称之为奴隶市场分析的方法：如果格列佛和其他待售奴隶排成一排，市场上有一个活跃的供求价格体系，不久你就可以对在售的格列佛的价值有一个大概印象。

举一个更熟悉的例子，让我们来看看当你找房地产经纪人来评估自己房子价值时发生的一切。他请你看一看建筑平面图，数一数房间数量，算一算将厨房打造成型需要的费用，看看地下室是否有潮气，到阁楼看一看屋顶是否结实，再问一问占地面积，然后参考同类房子售价，马上给出一个合理的价值范围和建议报价。同时他会注意到你的房子还包括一幢破旧的小屋，有些距离的车库，一块距地界比较近有可能被开发的土地。当然，在出售整个房产的时候，他肯定会为可能的房主指出来，如果将房产分为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四个部分出售——住宅、小屋、车库和可被开发土地——会获得比整体出售更好的收益。

还有另外一种评估房产的方法（基本上是误导），即征收不动产税时的测量方法。估税员来到你家，测算每间房屋有多大，然后得出整个房屋的总体积。之后他将体积数与该地区系数相乘，得出房屋的评估价值。但是，没有人认为用这种方法计算出来的资产价值与实际售价相关。

现在，有很多投资者和证券分析师在评估公司的时候与小人国的小人或估税员的做法如出一辙。他们进行一系列精细测量，试图建立一套放之四海而皆准的价值理论：每股收益，资本收益率，利润率，本益比，复合增长率，红利，账面价值等。然后他们试图以这些原理为基础建立一套数学观念，来计算现金流量现值折算下的总资产价值。

投资银行总在自问，如果必须将一家公司拆零出售，那么整个公司总共能卖多少钱？如果重建这样一家公司需要多少钱？谁会买这样的公司？他的心理价位是多少？换句话说，投资银行考察公司时好比站在奴隶市场上，或者说它像一位试图对房产提出合理报价的房地产经纪人——应该纵观全局，而不是仰视。

最好是找到这样一个人，他熟悉买家对于行业内某一类型的公司的需求是什么。

当你购买一家公司时，最终会面临“为整个房产定价”的局面。最好是找到这样一个人，他熟悉买家对于行业内某一类型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司的需求是什么。从这一点来说，你基本上是一个逢低买入的人而非格雷厄姆信徒或者其他。你的成功可能建立在你对于那些隐藏在数字中的重要因素的理解之上。

举例来说，要确定一家媒体公司的价值，必须明确它所生存的环境，并且与那些买卖报纸或电视台的人交流。巴菲特不必去建立一个预计电视台固定收入的数学计算模型，他只要知道它们价值多少或可能会值多少就够了。

我们看到巴菲特接二连三地买进公司或买入股份，对于买家来说，了解他对于公司的认识，某种程度上要比了解公司的售价还要重要，特别是在有新变动的时候。

就像巴菲特说的："当我们在一个月内买进《华盛顿邮报》8% 或 9% 的股份时，没有一个卖股票给我们的人会认为他们正在将 4 亿美元（股票价值）作价 8 000 万出售。他们不这么认为。他们有很多愚蠢的（卖出）理由：通讯股票正在下跌……其他人在卖……"

巴菲特曾经说过，成长投资和价值投资是同一事物的两个方面。它们确实是一个大主题下有差别的两个分支，不过对大多数投资者来说，两种分析技巧并不相同。只需了解一下事实：以伟大的价值投资者、共同基金经理人麦克斯 · 海涅为例，他有极好的投资成绩，但在他的投资组合中却几乎没有出现过成长股，而伟大的成长型投资者们通常并不为暗淡的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场状况所烦扰，他们对衰落的铁路债券以及挣扎中的铁锈地带[①]工业的管理者们的经营技巧坚信不疑，他们以低于当前市场价的价格追逐这些资产。通常科技推动增长，如果对一项科技没有深刻了解，那投资该领域未必会取得巨大成功。大多数价值投资者都不会碰计算机软件、生物基因或远程光纤领域。巴菲特也是如此，正像他说的：

> 我自己熟知的领域有限。我觉得我可以进行评估的行业只占到5%、10%或20%。如果你认为这些行业都很有趣，那很好。如果有人告诉我在这些领域之外有些事情多么有趣，我对此一点也不关心。我的意思是，如果是他来管理我的钱，我会让他在自己感兴趣的领域操作。我对任何我不能评估价值的东西都不感兴趣，事实上大多数人对于大多数企业都不能正确评估。那些告诉你他们可以评估交易所中所有股票价值的人，肯定是自信过度昏了头，哪有那么容易的事。
>
> 如果你将时间精力锁定在某些行业上，你会学到很多评估知识。人们可以评估石油或天然气储备，可以评估电视台，你可以看到自己的想法与他们相同，当这场游戏邀请你加入时，不必担心，你肯定会赚到钱的。

① 铁锈地带指从前工业繁盛而今已衰落的发达国家的一些地区。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里要对巴菲特认为成长投资和价值投资具有相似性的言论做个注释——你可以从哲学角度来理解这种说法，但在分析方法上它们肯定是不同的。

部分优于整体

除去对大都会/美国广播公司的快速出手，巴菲特的另一手法是将大笔资金分散投入多个公司做次要股东而不是投入少数大公司控股，这样操作起来更为简单。建议广大投资者好好学习巴菲特这样长期持有的思想。这种操作方式与企业巨头们的本性迥异，他们特别喜欢控股，自己做主席，然后将亲朋好友安插进来做董事或者高管。然而巴菲特却观察到这种做法对公司不利，他在1986年对股东们说，完全控股的公司在价格方面很少具有优势。伯克希尔·哈撒韦公司最擅长的就是在市场中以远低于公司内在价值的价格购进股票，并成为其次要股东。巴菲特解释道："我会从购买整个公司的角度来考虑股票投资，这和在街上买下一家店铺类似。[①]在买进店铺时我要知道的是它的全部。为了更好地表达我的意思，让我们来看看迪士尼公司1966年上半年在股票市场中的价格。虽然当时每股53

① 后来他果然买下了罗斯·布朗金夫人的家居卖场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美元的价格看起来并不是特别便宜，但《白雪公主》、《海角乐园》和其他来自书中的卡通自身价值已达到这个价钱时，你可以在这个价格基础上用8 000万买下整个公司。然后你还额外得到了迪士尼乐园和天才合伙人华特 · 迪士尼。

在一个崩溃的市场中，你可以以比真实价值优惠许多的折扣价格购入大量股票。当你买进一家公司的时候，人人都会牢牢地地盯住价格，管理者的责任就是尽力抬高买家的出价。

公司通常会借助投资银行，在市场中搜寻感兴趣的买家。接下来正式的“拍卖”就开始了，每隔几天会有一个价格增长。当然，如果你在这个程序开始之前就已经以很低的价格成功购买了相当数量的股票，那你会有机会以更高的价格卖出。

不过，接下来为了好光景而等待多年会阻碍你大丰收的步伐。你可能在收购公司的诱惑之下买进了一家公司20%、30%甚至50%的股票，但是你不大可能会得到300%或500%的收益。

当然，还有另外一种情况，就是你恶意买下股票，迫使公司管理层溢价赎回你手中的股份，同时陷自己于不仁不义，文雅一些我们称之为“绿票讹诈”，实际上就是讹诈。这种行为在美国法律上是允许的，但一个光明正大的人不会做这种勾当，巴菲特当然也不会。

购买整家公司的另外一个缺点是其管理层未必称职。近年来巴菲特经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



常强调，他喜欢的企业是管理层管理到位的企业，因为他不打算补充新人。毫无疑问，如若他不是对大都会公司的汤姆 · 墨菲及他的团队怀有崇高敬意，他是不会帮助该公司收购美国广播公司的。

风险与回报

经常说投资风险和投资回报密切相关的人不是真正的投资者。毫无疑问，投资的确充满了冒险与投机。投机和赌博的风险一样，赌徒们纵身跃入未知，相信经验和直觉可以使自已胜券在握。如果有效市场理论是正确的话，那么这种情况可能存在。但在讲求技巧的、价值导向的投资领域却并非如此。

价值投资者或准科学投资者（如巴菲特）在进入像赌场一样的投资市场时，更胜于赌徒。他会下一系列的赌注，而机会看起来总是偏向他这边。只要他不偏离两个基本原则——有利的赔率和许多赌注——他实际上就降低了风险，并且在交易的过程中将风险转嫁到了对手身上。[①]

---

① 巴菲特确实不喜欢赌博。一次他的高尔夫伙伴怂恿他将每洞赌注加倍，他说：“今天我们打球的路线不适合赌博。”约瑟夫 · 罗斯菲尔德说巴菲特和他有时候会赌足球，不过巴菲特不会在这上面一掷千金，“沃伦不是个好赌的人”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如巴菲特所说："市场就像上帝，只帮助自助的人。但是市场又不像上帝，因为它不会原谅那些懵懂无知的人。"

安全边际

巴菲特经常提到本杰明 · 格雷厄姆的一个思想：如果你以 90 美分的价格购买了价值为 1 美元的资产，那么你会有一定的交易风险，但是如果你以 80、70、60 甚至 50 美分买进，那么你的安全边际就会相应增加。在合理范围内，你应该争取最大的安全边际。

正如他曾经的导师戴维 · 多德所说，"不必急着用 8 000 万去买你认为值 8 340 万的东西"，应该是"你建了一座承重 3 万磅的桥，而你开了一辆载重 1 万磅的卡车从桥上过。这是我喜欢的过桥方式"。

巴菲特同样说过，如果你手中有一只价值 1 美元的股票目前的售价是 80 美分，你应该将它卖出，即使损失 20 美分，这样做为的是买进那些你确信价值 1 美元而售价相当于 60 美分的股票。

巴菲特现在的说法是："比起 20 年前来，我现在愿意为好企业和好的管理层付出更多的价钱。格雷厄姆更倾向于单纯参考统计数据，我会评估无形资产。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



近年来，随着寻找超值股票的人越来越多，巴菲特发现锁定一个可接受的超值股票也越来越难。“现在人人都是价值增值型投资者。”他悲哀地说。

如 1985 年 4 月他对《华尔街日报》所说，他在调整投资哲学，使那些根源于格雷厄姆和多德的投资策略更加符合当下的投资气候。除了超值股票日渐稀少，他还预见到通货膨胀趋于严重，这使得投资越来越难。他预测伯克希尔 · 哈撒韦公司在下一个 10 年必须赚到 39 亿才能维持 15% 的年度盈利。他解释道：

> 完成这个目标需要伟大思想——小聪明派不上用场。我的搭档查理 · 芒格和我目前都没有想到好方法，不过幸好我们有足够的经验，某些时候也许会灵光乍现。（这样制订出战略计划怎么样？）

在谈话之后不到一周，就传来他买进大都会 / 美国广播公司股票的消息——的确是伟大思想，而不仅仅是“灵光乍现”。这体现了巴菲特对投资计划守口如瓶的典型风格——与他毫无保留地公布投资原则正相反，同时标志着巴菲特在投资时的格雷厄姆式谨慎逐渐演变为随投资条件的改变而改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随机应变

在1979年8月6日《福布斯》杂志上的一篇文章中，巴菲特对于为何在当时买进股票给出了巧妙而理性的论述（事实证明他是正确的）。首先他指出，在1971年，美国企业养老基金的经理们投入股票（而不是债券）的资金达可投资额度的122%。也就是说，他们满仓持有股票，今后他们除了出售债券购买更多股票别无他法。

接下来的1972年，他们投入105%的可投资资金来购买股票。两年下来的结果是，股票占养老金资产的比例由61%上升到了74%，达到了历史最高峰。

在1972年，道琼斯公司每股盈利67美元，与开盘时607美元的账面价值相比，收益是11%。当年道琼斯指数报收1 020点。因此与市场价值相比，这67美元实际上只有不到7%的收益。

1973~1974年美国股票市场暴跌。1974年道琼斯每股盈利99美元，与开盘时的690美元相比，收益为14%；与收盘时的616美元相比，收益为16%。前面提到过，1972年末的收益不到7%，很显然1974年的交易具有更大的吸引力。然而基金经理们在1974年仅将21%的可投资资金用于股票。企业养老基金个人非保险养老金计划资金投资于股票的金额所占比例跌到净资产的54%，比两年前可接受比例低了20个百分点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在 1978 年的大半年时间里，道琼斯指数价格都低于账面价值，但是在这一年中养老基金经理用于股票上的投资只占投资资金的 9%，创下了最低纪录。

巴菲特在文章中指出，就在他写那篇文章时，1979 年的最新数据显示，养老基金经理们仍然将几乎所有资金投入到债券而非股票上。

他暗示这种做法很荒谬，因为当时的债券利率普遍为 9%~10%，如果买入低于账面价值的廉价股票，养老基金通常能获得 13% 的收益。

他将这些企业经理的态度定性为“精神分裂症”——他们愿意以账面价值的 150%~200% 购买资质平庸的企业的股票，但当你需要他们对养老基金资产负责时，他们却对低于账面价值的投资犹豫不决。

他认为这种行为很愚蠢，并指出在过去的一段时间里，虽然股票确实不是令人满意的投资，但并不是因为股票所代表的企业经营业绩不佳，而仅仅是因为股价的下跌。股价不会永远下跌，总有一天下跌的股票会上涨而反映出企业的基本价值，正像上涨的股票不能永远超过基本价值一样——正是这一假象吸引了养老基金经理们在市场的最高点买入股票。

当时的养老基金经理们对于他们的行为——不买收益为 13% 的股票却买收益为 8%~9% 的债券——提出了两点理由（果然是集体迷思），但都被巴菲特推翻了。他们的第一条理由是公司收益被夸大了。因为存在折旧，许多公司的真正收益会小于财务报告给出的收益。对于这一点，巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特的回答是，有许多领域，包括服务业、银行业、人寿保险、火灾和意外伤害保险以及信贷公司，如果这些企业报告中采用的是重置成本记账，那么得到的数据应该与实际结果大致相同。

把养老基金经理们的第二条理由称为借口更为恰当，他们辩称他们之所以在 1979 年放弃股票选择债券，是因为——按照巴菲特的说法——未来是不确定的。不过巴菲特的回答是，未来永远是不确定的。诚然，有时你与华尔街会有“愉快的共识”，但这仅仅意味着你将付出更高的代价。

此外，巴菲特认为养老基金经理们应该比其他人看问题更长远。他们在买 20 年或 30 年债券时确实如此，然而在养老基金的处理问题上，他们也不能短视，必须要看得长远。

那些热衷于购买债券而非股票的经理们相信自己在将来某个合适的时机会再转投股票，不过巴菲特总结道：“当将来那个时刻到来的时候，你不会看到任何惊喜。那些现在正在等待股票投资‘好光景’的人们，很有可能在进入下一个牛市时还在等待。”

有效市场假说

关于有效市场假说这个时髦理论，巴菲特有很多话要说。该理论认为，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在任何时候，股票市场以及每只股票的价格水平都倾向于反映公司状况及经济环境，因此不要指望在一个正常的有效市场上发意外之财。

关于有效市场假说的争论很多。该理论的两位主要拥护者分别是耶鲁大学管理学院研究生院的迪安·伯顿·麦基尔和芝加哥大学的经济学家尤金·法玛，麻省理工学院的费希尔·布莱克和保罗·萨缪尔森教授等也是其拥趸。该假说得到了学术界的广泛认可，以至于罗切斯特大学的迈克尔·詹森曾经这样说过：我们正在陷入一个危险境地，现在几乎没有研究生敢写批评该理论的文章。尽管如此，许多出色的投资实践家，包括巴菲特，都认为该理论纯属无稽之谈。

反驳这类理论有两个途径。其一，展示一些投资者确实在市场中获得了显著收益的例子。其二，推翻该假说赖以存在的基础。但展示投资者在市场中获得显著收益与试图证明有些人可以预见未来或具有长远眼光面临同样的问题，即它不足以证明其他人没有该能力，而只能证明某个人拥有该能力。举例来说，大量的研究表明，根据共同基金的近期表现来预测其未来走势是非常困难的。迪安·麦基尔喜欢引用梅茨投资基金的例子，它在 1968 年创下了共同基金收益的最高纪录，而在接下来的若干年它始终是表现最差的基金之一。(弗莱德·梅茨最终被完全逐出基金业务，后来他在纽约开了一家叫做“梅茨”的单身酒吧。)

据此可以得出结论，不可否认，某些在某一年创下辉煌纪录的基金在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



接下来的年份中会有表现不佳的时候。而在一些特定领域，如医药用品、食品、房地产，股票表现连续三个好年景的情况几乎闻所未闻——在第二年之后，由于这些题材受到过度关注，便会产生反作用力。因此，如果某一重仓持有高增长场外交易股票的基金在两三年中业绩良好，调整必然随之而来，你可以预见到它的业绩将会变差。正确的方法是找到一个在某领域内业绩突出的共同基金，然后在该领域市场状况不佳时买进。

出于某种原因，有效市场假说的拥趸们都选择了忽略投资理论研究的鼻祖格雷厄姆的见解。通过严格执行投资准则，格雷厄姆和他的追随者（包括巴菲特）一直都享有远超过一般投资者的投资成果。原因是格雷厄姆的方法设定了客观标准，它会教给你当普通股价格低到一定程度时要有信心买进，然后设定一个标准，当股价升高到这个标准时最好卖出。如果能坚持应用，那么与那些只简单提供股票平均表现的策略相比，这种约三年一个周期循序渐进的买卖策略能够获得更大收益——当然也会有更大风险。

我是好样的

在 1985 年 2 月 23 日的《巴朗》周刊上，巴菲特阐述并讨论了其合伙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人公司（1957 年到 1969 年）的投资记录，以及他 1954 年到 1956 年在格雷厄姆 · 纽曼公司时的三位同事的投资记录，提出了反对有效市场假说的证据。所有这些人的投资业绩都显著高于平均水平。

当时格雷厄姆 · 纽曼公司的员工除了格雷厄姆和他的合伙人之外，还有包括巴菲特在内的四名助手。其他三位较年长，他们分别是托马斯 · 耐普、威廉 · 瑞恩和沃尔特 · 施洛斯。与巴菲特一样，他们的职业生涯都取得了令人瞩目的成就，极富教育意义。

托马斯 · 耐普第二次世界大战前在普林斯顿大学主修化学，战后他进入哥伦比亚大学选修戴维 · 多德的投资课程，在获得哥伦比亚大学商学院 MBA 学位之后，已成为多德及格雷厄姆信徒的他重修了他们的课程。1968 年他与同是格雷厄姆信徒的埃德安 · 德森及其他志同道合的伙伴一起创立了特维帝 · 布朗合伙公司。特维帝 · 布朗合伙公司的运营方式很少见，老布朗先生曾说它像个当铺。它随时准备买进，一旦买进又随时准备卖出，在格雷厄姆准则的严格指导下，数千只股票总是处于待买或待售状态。它总是维持 1000 只左右的股票持有量。不过我并不认为它能公平验证格雷厄姆的方法，因为现实中个人投资者几乎不可能进行这样的操作。特维帝 · 布朗合伙公司工作人员的薪水很高，事实上它采取了格雷厄姆的经营思想，但在经营方式上却与格雷厄姆截然不同。当然，扣除成本后的净利润仍然使公司合伙人相当满意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1968~1983 年，特维帝 · 布朗合伙公司的总投资收益是 936%，与标准普尔平均指数投资收益 238% 相比有显著差异；它的年均复合增长率是 16%，而标准普尔平均指数的年复合增长率仅为 7%。

接下来巴菲特列举了他在格雷厄姆 · 纽曼公司的同事威廉 · 瑞恩的例子。威廉 · 瑞恩是巴菲特在哥伦比亚大学的同学，1951 年都在格雷厄姆门下学习。当巴菲特清算了他的合伙人公司之后，他请瑞恩建立一个基金来管理他合伙人的资金，于是瑞恩创立了一个基金，即后来家喻户晓的红杉基金。红杉基金持有的大部分股票和巴菲特持有的相同，包括重仓持有传媒公司、广告代理公司、银行和保险公司。截至 1985 年，瑞恩的红杉基金总投资收益为 775%，远远超过标准普尔指数 270% 的投资收益。从成立之日起到 1985 年间，红杉基金的年平均复合增长率是 17%，而标准普尔指数的年平均复合增长率仅为 10%。

沃尔特 · 施洛斯曾经在纽约金融学院夜校学习格雷厄姆的课程，但他没有上过大学。1958 年他建立了自己的投资合伙人公司。他喜欢像格雷厄姆那样投资：在标准手册中寻找合适的公司，研究公司的年度报告并在此基础上作出自己的判断。他很少与人交谈。他通常持有超过 100 只股票，却几乎对股票所代表的行业毫无兴趣。

巴菲特又提到了其他几位格雷厄姆式的投资者，他们的投资成绩都超过了平均水平，如他的合伙人查理 · 芒格，以及里克 · 格林和斯坦 · 波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



尔米塔，他们的长期投资记录都令人瞩目。

在1985年在哥伦比亚大学的一次演讲中，巴菲特说：所有这些投资者投资时都遵循着同一条原则，那就是以远低于某些想收购公司的投资者愿意给出的价格，只买进企业的一部分，我称之为“部分优于整体”策略。

巴菲特并未对有效市场假说发起全面理论攻击，但他针对该假说提出了自己的见解：

> 学院派投资者们总是有数字上的偏好。在他们的神庙里，雅典娜的地位总高于马尔斯或维纳斯。然而，古人最理解生命的意义，他们对众神一视同仁。这个世界并非整齐划一、按照逻辑法则行事，情况恰恰相反。我的观点是，有时是情绪而不是数字操纵着这个世界。潘[1]大约每隔四年降临人间，恐慌横扫市场，理性荡然无存，即使没有任何新消息，价格也会下跌，每时、每天、每周、每月，恐惧滋生恐惧，来势汹汹，无穷无尽，令人难以置信。一个艰难的熊市能在数月中将你的投资组合腰斩。在这个轮回行将结束时，贪婪之神将占据上风，在随后的一两年，价格将出人意料地哄涨。市场行为研究不仅仅是经济学家的任务，也是人类学家需要研究的课题。

① 潘（Pan），古希腊掌管牲畜繁衍的牧神，潘的诞生带给人们的是莫名骤至的恐慌。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



房价是一个大家熟知的例子。理论上来说，对价格产生影响的因素相当透明，按理说价格应该相当稳定。但在实践中，房价总会有令人吃惊的涨落。1972~1974 年，许多公寓跌掉市场价值的一半，而在接下来的 10 年间却涨到了市场价值的 5 倍。这样的价格是正确、“有效”的价格吗?

既然存在有效市场假说，难道我们不该再建立一套“有效裙长假说”，表明任何时候都有一个可测量的女士最佳的裙子长度？或者我们应该建立一套“有效艺术假说”，来结束世世代代的浪漫派与古典派、革新派与传统派、现实派与魔幻派之争?

在此我还想提出“有效教授假说”，照此理论，所有我们需要了解的政治、宗教、伦理、美学、认识论、文学理论、史编，都可以在书本上学到。因此，有朝一日这些领域内的学术争鸣便永不复存，取而代之的是永恒的天下大同。可以由委员会编纂一部简明书册，将权威思想一一陈述，教授们再也不必为了学术争端而怒发冲冠。

当那美好的一天来临时，狮子将与羔羊一起休憩、熊市将与牛市相互纠缠，道指会永远有 15 倍的收益和 1.3 倍的账面价值，而所有的证券投资基金将每隔 10 年出现一次同样的表现。

然而在此之前，争论——市场术语称之为“无效率”——将继续下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1954~1956 年间巴菲特四位同事的后期成就

	1. 基金年复合收益百分比（含红利）	2. 扣除管理成本后投资者收益百分比	3. 标准普尔 500 指数（标准普尔 500）年收益百分比	4. 业绩百分比（2 减 3）
沃伦·巴菲特：巴菲特合伙事业有限公司，1959~1969	29.5	23.8	7.4	16.4
托马斯·耐普：特维帝·布朗合伙公司，1968（9 个月）~1983	20.0	16.0	7.0	9.0
威廉·瑞恩：红杉基金公司，1970（7 月 15 日起）~1984（第一季度）	18.2	17.2	10.0	7.2
沃尔特·J·施洛斯：沃尔特·J·施洛斯联合公司，1956~1984（第一季度）	21.3	16.1	8.4	7.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Beta 系数

除了揭开有效市场的真面目，巴菲特也对“现代投资组合理论”颇有微词，该理论摒弃了高 Beta 系数股——指那些变化速度快于整体市场的股票——这种一刀切的做法过于简单化。巴菲特做了这样一个假设：在市场中可以 75 美分购买 1 美元资产价值的股票。假设市场下跌，以致同样价值 1 美元的资产只剩 50 美分。在这种情况下，Beta 系数增加了，但是同时机会也大大增加了。若因为担心 Beta 系数的增加而放弃机会简直愚不可及。

那些受现代投资理论吸引的理论家们所深爱的其他同类理论，如资本资产定价模型（CAPM）或变异系数理论，也无法吸引格雷厄姆和多德这样的投资家注意——他们可不是学究，他们的目标是要赚钱。事实上可以说，大多数成功的投资者甚至都没有办法解释清楚这些理论都是什么意思，他们最关注的是投资者最关心的问题：价格与价值。

回顾一下 1973 年巴菲特买进《华盛顿邮报》时的情况。当时该公司的市场资本总值是 8 000 万，可以出售的标的资产是 4 000 万，而现在标的资产已经增高到 20 亿。

那么，如果 1973 年《华盛顿邮报》的市场资本总值继续跌倒 4 000 万，情况又会如何？真正的投资者会被这么大幅度的下跌——换句话说，高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Beta 系数——吓到吗？当然不会。他会立即大量买进。

不自量力的困境

在“体坛外高手”、运动员乔治·普林顿的著作《不自量力》中，他描述了自己在写有关棒球的内容时所面临的困境。为了描述成为一名美国职业棒球大联赛棒球手的感觉，他安排了一场对扬基队的表演赛，他做投手。在协商比赛规则时他忽略了一点。他们没有特别规定击球员三击之后必须出局，除非三击都不中。专业捕手知道击球员不擅长哪一类的投球，比如快速直球，但这类知识通常是长期训练才能掌握的技巧，乔治并不擅长。相反，击球员却很清楚乔治擅长的手法，坚持上一天都没问题。

他们耗了整整一个下午。在灼热的太阳底下，乔治筋疲力尽。他迫不得已时不时乱投一把，以便每个扬基队员都有机会接触他梦幻式的投球。击球员要做的就是站在那里。他们有的是时间。

对于巴菲特来说，这个故事成了一个关于投资进程的寓言。普林顿的击球员们知道他们想要什么，时机一到即刻出手。与此相似，一个好的投资者知道自己想要的是什么，也清楚自己的心理价位。价格低到什么程度？低到他认为足够优惠。就像巴菲特说的：当机会到来的时候，你简直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能听到钱在哗哗作响。

巴菲特曾将大多数职业基金经理人的困境比做“击球”综合征。有经验、有耐心的投资者有足够的时间等待投球。如果市场价格太高，或者市场中过度的自信使你紧张，你可以去欧洲或者墨西哥待一段时间，等一切回归正常再回来。另一方面，总想保持交易活跃的投资组合经理们就像处于危险境地的击球手，正要跑垒却发现投手已经逼近了，这便是他们所面临的困境。所有的投球都难以击中。击球员明白，这个时候最好乖乖地接受结果，但是成千上万期待他们战斗的粉丝却在大喊“击球，伙计”，为了不让他们失望，击球员不得不冒不必要的出局风险。

当然，以成交量为生的股票经纪人们有时会将客户推入这个境地。即使你手头所拥有的你了解其领域、熟悉其基本业务的股票已经相当可观了，股票经纪人还是会喋喋不休地引诱你进行不必要的甚至是有害的投资。在这种情况下，折扣经纪人（Discount Broker）比全套服务经纪人（Full Service Broker）更适合——折扣经纪人会让你自己抉择。

值得注意的是，巴菲特的朋友及同门比尔·瑞恩所掌管的红杉基金几乎没有交易量，同样的股票年复一年静静地被持有，红杉基金也年复一年地保持着最好的业绩。

你必须真正懂得其中奥妙，才能采取这样的方式。这意味着你要一丝不苟地做好准备工作。当你真正实施时，你要有足够的信心奋力一搏；当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结果揭晓的时候，你会获得可观的收益。大多数人都可以毫无困难地正确分析公司状况，因此他们都不敢将鸡蛋放进一个篮子里，而是倾向于多样化投资。但是多样化投资意味着投资者要掌握大量相关领域的专业知识，这是相当困难的事。①

回到我们的主题，一个熟练的投资者需要成为怎样的投手？答案很简单，就是在合理的时间内，比方说几年之内，他能有最好的投球——或投资机遇。本杰明·格雷厄姆给出了很多测试真正投资机会的简单方法（是的，确实很简单）。其中一点是如今我们在管理层收购中看到的：银行同意借给你的全部资金与公司的自有资产相当。我之所以要在格雷厄姆最有用的价值检验方法中单单提出这一条，是因为除了企业狙击手之外，很少有人像关注巴菲特其他的投资技巧那样关注这个方法。与对待其他验证方法的态度一样，格雷厄姆从来不会复述这个方法在一个长周期后会如何奏效，以及如何计算收益率。但是在我的工作当中，我发现它非常有效，几乎很少出错。

一个熟练的投资者需要成为怎样的投手？答案很简单，就是在合理的时间内，比方说几年之内，他能有最好的投球——或投资机遇。

① 巴菲特所说的多样化是指持有十几只不同的股票。他将传统的资产分散投资到大量企业中的多样化（格雷厄姆常用的）概念称为“诺亚方舟”式技巧——每样动物选两只，最后组成一个动物园。巴菲特是专才而非通才。据他自己说，他不了解高科技企业和消费企业。确实，巴菲特方法的核心就是有把握才出手。一般人除非有丰富的经验，否则难以事事精通。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于巴菲特来说，“投资是世界上最伟大的事业，因为你永远不必击球。你站在本垒中：投手投给你47美元的通用汽车公司股票、39美元的美国钢铁公司股票但没人能击中你。除了机会成本外没有损失。你可以整日等待你喜欢的投球，当守场员睡着的时候，你趋身向前，一举获胜。”

保险公司的杠杆作用

如果拥有业绩良好的共同基金股份，你的个人资产会随着投资组合的增长而增长。

假设一家投资公司发行了1亿股票和1亿债券，其中债券必须支付7%的利息。再进一步假设，这2亿组合资产以每年20%的速度增长。在这个例子中，股东们在前面1亿股票中会赚到20%或2 000万，在后面1个亿（以债券为代表）中他们又赚到了20%或2 000万，减去700万利息，是1 300万。那么这2个亿的净收益总和是3 300万（2 000万加1 300万）。该公司普通股的年利润便是33%。从本质上讲，对投资该公司股票的投资者来说，这就等于建立了一个保证金账户——它好你受益，它差你遭殃。（在20世纪30年代，许多旧信托杠杆暴跌，确实引发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了一场灾难。)

现在，保险公司可能会带来更令人兴奋的收益。保险公司有两个可能的财源。第一，可以通过基本业务赚钱，客户支付保险费购买公司承担的保险风险。第二，在客户将保费付给保险公司和保险公司支付索赔之间有时间差，在这段时间之内可以利用这笔钱来投资。

假设我们拥有一家 1 亿资本的保险公司，我们得到每年 4 个亿的保险收入。假设我们在保险业务上不赢不亏，但公司的原始资本以及公司掌握的保费在赔付之前均可以带来 10% 的收益。那么 10% × 5 亿，即 5 000 万，便会转变成为原始资本，在扣除成本及缴税之前的年度毛收益达到 50%。

换句话说，保险公司是一类超级保证金账户。大多数投资者都跑不赢道琼斯工业平均指数，在牛市中保险公司确实如此，因为它们觉得应该将大多数资产以债券的形式维持，他们对被保险人的保险责任是可以预见的。他们首先要考虑的一点是投资安全，而不是像其他人一样试图抵消通货膨胀的影响。因为就人寿保险来说，通胀会抵消保险价值，更何况它们手中还有投资组合。而就财险 / 意外险来说，有效时间很短，通常是一年一期，因此即使遇到通货膨胀也无所谓。(但长期责任险不同，危险性很高，巴菲特总是对这个险种敬而远之。)

不管怎么说，如果一家保险公司的控制者喜欢在股市中冒险而不喜欢稳妥的固定收益，公司就会变成一个巨大的可以带来非凡投资收益的保证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金账户。巴菲特就是这样操作伯克希尔·哈撒韦公司下属保险公司的。① 当你听说“沃伦·巴菲特”又买进某某公司股票比如通用食品公司股票的时候，这通常意味着他动用的是伯克希尔·哈撒韦公司下属保险公司的保险准备金——建立在尚未赔付的资金储备基础之上来进行投资，这一笔巨额花费甚至可能会超过母公司价值，但对保险公司来说却举重若轻。不过，这笔投资的收益（和损失）最终将转入伯克希尔·哈撒韦公司，再到巴菲特自己手上。这种利用保险公司投资的手法也是亨利·辛格尔顿、拉里·蒂什、卡尔·林德纳、索尔·斯坦博格等众多投资者的惯用手法。

现金放大效应

巴菲特青睐的另一个经营技巧是用自由（可自由支配的）现金购买公司——不只是保险公司——再用新公司的自由现金购买下一家公司，循环不断。举例来说，当 1968 年巴菲特着手购买蓝筹印花公司的时候，该公司以未承兑印花票据形式存在的“流动”资金超过了 6 000 万。伯克希

① 巴菲特可以成功地将保险准备金转化成股票，但我们希望投资者不要受到这种操作方式的引诱，能力不足只能带来痛苦的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



尔·哈撒韦公司用其中的2 500万买进了喜诗糖果公司（See's Candies），当时喜诗糖果公司的年销售额是3 500万。现在喜诗糖果公司的年销量超过了当时的4倍，仅税前利润就高于巴菲特当时买入它的价格。

同样，巴菲特也是通过蓝筹印花公司买入了《布法罗新闻晚报》100%的股份。[①]蓝筹印花公司还买进了威斯科财务公司80.1%的股份，当时这家公司买进了精密带钢公司和互助信贷储蓄公司100%的股份。巴菲特对威斯科公司的投资极其成功：它后来买入了消防员基金2%的股份（自1985年中期开始由杰克·拜恩掌舵），伯克希尔·哈撒韦公司也购买了该基金5%的股份。

为了便于理解这种可称之为"现金放大效应"的操作方式所带来的杠杆作用，可以回想一下帝国的成长：最初的普鲁士在兼并了众多相邻公国的武力及经济实力基础上发展成为一个小国家，之后发展成为德意志帝国，具有令人慑服的军事力量。这个庞然大物俯视众生，不断地寻找下一个猎物。之后，纳粹国防军占领了奥地利、捷克斯洛伐克、波兰、荷兰、比利时和法国。

俄罗斯帝国以同样的方式从莫斯科周边不断扩张，成为人口众多、拥

---

① 拥有57份美国报纸的加拿大巨富汤姆森爵士的观点和巴菲特一样。他曾经说过："我买报纸是为了赚钱，赚钱是为了买更多报纸，买更多报纸是为了赚更多钱。至于报纸内容，那不过是区别于广告的东西。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有众多联合国家、军事实力雄厚的帝国。几个世纪以来，俄罗斯帝国不断地征服、扩张，最早被征服者已经对他们曾经的独立国家鲜有记忆。同样，曾经的大英帝国从英格兰一隅不断扩张疆域，直至统治全球许多国家。此后与德国一样，版图有所缩小。

在这些例子中，战士由少变多，由多变更多，直到最初的统治者及其继承者们能够击败其他实力更为超群的军队。

包括沃伦 · 巴菲特在内的企业兼并者就是以这种方式盯上了他们买进的那些现金充裕的公司。兼并者们发起兼并时，启动现金相对较少，不足部分会通过借贷来弥补。现在这种方法被称为“杠杆收购”。假设要控股一家价值 5 000 万的公司，你只需付出 1 000 万现金，其余部分可向投资银行贷款。如果这家公司原有 500 万可动用储备金，现在你再卖掉它 500 万的资产，这样储备金就又增加了 500 万。加上公司资产价值（远大于你实际付出的），你的原始储备将会大大增加。这笔钱也不必完全是现金形式——如果以你所收购公司的资产做抵押贷款的话。拿着这 2 000 万现金，你可以向价值 1 亿的公司发起进攻，说不定又会使你的储备翻番。要不了几年，你这位娴熟的、野心勃勃的兼并者就可以向十亿的、数十亿的公司进发。

前面提到过的绿票讹诈者可不必这么麻烦。他只需用手中的现金（其中部分确实可能是借来的）来恶意收购公司即可。公司的管理层为了将他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



逐出公司并保住自己的职位，不得不高价买下他手中所有股份——但他们用的是公司自有资产。绿票讹诈者实际上就是加入一个社团，板凳还没坐热，就要比别人拿得多的那种人。和在其他国家一样，这种行为在美国也是不合法的。

巴菲特通常不会贷款，更不会做出绿票讹诈这么缺德的事。[①]

12% 股本债券

巴菲特的投资理念中最令人感兴趣的一个是：所有的股票都可以在很大程度上被理解为某种债券，因此会像任何债券一样遭受通货膨胀的破坏。投资者的传统观点认为物质财产及以股票为媒介的财产本质上都有对冲通货膨胀的特性，因此巴菲特的观点至关重要。如果巴菲特的观点是正确的，那么在一个高度通货膨胀的环境中，投资者应该视价格而持有股票或债券，而不是完全摒弃债券投资。

巴菲特的观点更适用于大规模资金密集型企业，以及那些在高度竞争

① 帝国扩张和现金放大这两种方法有相通之处。一个通过征服国家扩充军事力量，另一个通过购买公司扩充财富。钱是权力的构成部分，士兵也是权力的构成部分。钱可以雇佣士兵，士兵也可以赚钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



或工会强势的环境下运营的企业，而不太适用于成长型企业，因为后者的产品可以自主定价，因此能够通过不断调整产品价格来抵消通货膨胀的影响。为了证明自己的观点，巴菲特指出，在第二次世界大战结束后的30年中，大型企业基本维持12%~13%账面价值回报率。无论不同时期的通货膨胀率是多少，结果都是如此。

有时这12%的收益非常有吸引力。例如在20世纪50年代和60年代早期，当时的债券利息大约是4%。与债券相比，股票的吸引力不仅仅是令人满意的12%的总收益，一些股票转增股本的方案更是一项宝贵的特权。在一个债券利息再投资收益为4%的时代，回报率可以达到12%或13%的未分配利润比分红更为有用，尤其是在税后。在这样的环境下，持有“未分配利润”股票的投资者会非常开心，这也是为什么成长型公用事业股票一度如此受到追捧的原因。

但另一方面，公用事业股票也时不时会使持股人遭受打击，特别是当公司需要更多资本来维持业务的时候。在这种情况下，公共事业公司通常会采取声东击西的策略。它赚到8美元钱，交税先交掉4美元。剩下的4美元，可能分2美元给股东，股东再交70美分的所得税。这样算下来，最初的8美元钱到最后可用的只有1.3美元。

此外，公司可能会极力向股东鼓吹红利再投资计划，结果股东每股2美元的收益会被用于购买公司配送的红股。这样他便会为企业负担1美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



元的税，而企业却不会将这笔钱给他。更糟糕的一种情况便是所有这 8 美元收益都被企业用于维持业务开办工厂，这样实际上股东就完全没有收益了。到了 20 世纪 70 年代，许多公共事业公司，包括美国电话电报公司，都是这种情况。当股东们意识到所发生的一切时，这些公司的股票跌到了账面价值以下。随着股本的增加，老股东发现他们的股票缩水了。这些选择红利再投资计划的可怜家伙们必须上缴年费（即税务负担）来维持他们贬了值的资产。

在这 30 年当中，通货膨胀日益严重，现行利率也随之增高，到 1974 年时，人们也可以买到收益率 12% 的债券了。此时公用事业股票和债券这两项投资哪一个更具吸引力呢？巴菲特认为这确实是一个值得商榷的问题，他觉得投资债券会更合适。从某种意义上说，普通股票 12% 的“收益”的说法并不成熟。你无法确认自己是否能按指定票面价值拿回资金。市场不愿意接受百年债券或终身债券，也不愿意接受永远只有 12% 收益的股票。

而且债券持有人在分红或分配公司资产时优先于股票持有人。在这种情况下，10% 利息的债券比 10% 收益率的股票更为合适，因为它更安全。当股票持有人看到债券利息高过股票收益时，他们试图抛弃他们“收益不变”的股份。但是对于所有这类股票持有人来说，这是不可能的，他们无处可去。

过去数年股票投资者一直享受着每年 12% 的股票收益，而债券所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



人却只能得到4%的债券利息，快乐的日子使股票投资者们仿佛置身天堂，于是他们开始哄抬股价。股价从略高于账面价值一路猛涨到第二次世界大战尾声时超过账面价值的2倍。在此期间，投资者除了坐享12%的固定收益外，还能得到资本收益。金融机构和市场专家们开始意识到股票投资是块肥肉。福特基金会有一份著名的报告，报告中鼓励机构发挥自己的专业特长积极进取，并严厉指责了没有及时利用股票投资大好时机的机构。该报告建议机构将投资组合收益与预期资本收益——即在经济繁荣的年份中资本收益的预测值，全部拿出来进行股票投资。

在高收益预期的基础上很多大学调高了预算，但是他们发现收益远没有像预期中那样高涨，相反却下降了。很多投资者，包括对自己的宣传深信不疑的福特基金，在此期间都受到了重创。

"麦克·乔治·邦迪是基金财务委员会成员，他在自己的信托公司与基金会中都极力主张同样的政策，公司与基金会都尝到了苦果：1966年到1974年期间遭受了巨大损失。他刚到基金会的时候，基金会的投资组合价值为37亿，到1970年跌到了28亿，1974年进一步跌到17亿……在过去的15年中，福特基金将近3/4的实际资产价值蒸发了，还损失了大约相当于现在60亿美元的慈善资源。这是有史以来最惨重的损失。"

唉，真是灾难性的一刻。如果你以两倍账面价值来购买12%收益的股票，那么实际收益将只有6%。与此同时，通胀开始加速。债券利息也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



迅速提高，没多久就升到了10%。那些认为投资就是跟风买进股票却根本不看基本价值的狂热之徒们终于自取灭亡。

1974年的暴跌很快到来，当时很多股票跌掉了3/4的价值。当年晚些时候，市场开始复苏，但通货膨胀造成的利润下降却更加严重。就在这个时候，巴菲特谨慎地提出了他的12%无限期债券观点。巴菲特指出，很多投资者都希望跑赢市场，打破12%"收益不变"的规律，但他们做不到。人们无法超越自身。

在对12%收益理念的分析中，巴菲特提出了这样的问题：股票收益是否永远不会高过传统的水平？未必，他答道。他指的是，如果公司有以下行为——销售暴增，或削减贷款，或更强的杠杆作用，或更低的所得税，或更有利可图的业务，股票收益便有可能超越传统水平。

巴菲特观察到，在通货膨胀时期，没有企业能做到以上任何一点。更高的销售额需要投入更多的资本；通货膨胀意味着更高而不是更低的贷款负担；在20世纪70年代中期，美国的企业已经大大增加了借贷；没有什么理由减税；劳动力、原料、能源及其他成本持续升高，利润率更倾向于下降而不是升高。

仅在近些年我们才看到通货膨胀有所下降，在此基础上债券利率也相应有所下降，但下降幅度并不完全对应，因为市场还不相信通货膨胀已经完全结束。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



实际上巴菲特说过，他有95%的把握相信在接下来的10~15年通货膨胀率会达到平均约7%的水平。在某种程度上来说这是市场共识。他相信，巨大的联邦政府赤字必然会带来这个水平的通货膨胀率。而另外5%是无法控制的通货膨胀，这对债券来说将是一场"彻头彻尾的灾难"，而对股票来说则是 "实际购买力大大缩水，但还能剩下点什么"。他这种观点建立在对美国政治的理解之上。当政客们要在一个接受全体选民监督的赋税和无记名税之间进行抉择时，他们会选择后者。支出决定税收；不能通过显性税收解决的部分必然要通过隐性税收——也就是通货膨胀来解决。

"我们必须知道，当政客们面临显性税收与隐性税收的抉择时，他们更愿意选择后者。无须批准，无须在账单上签字。支出决定了税收水平。直接赋税决定了显性税收和隐性税收的额度，实际上就是通过通货膨胀……

"在过去的四五年中，政府在这个问题上相当敏感。当你看到税收无法透明或政府支出无法降低到与显性税收水平相当时，你不得不承认，这本质上是政策周期长于选举周期所带来的无所适从的文化现象。①如果你能修正《宪法》，规定在CPI增长超过3%的年份众议员或参议员不得连任，

① 诺思科特 · 帕金森（C. Northcote Parkinson）教授对此有一个恶毒的说法："民主等于通胀。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



那我就可以轻易地消除或降低通货膨胀。不过到时你的优先考虑事项会发生变化。这只不过是一个立场问题。”

当然，巴菲特关于通胀的观点不像他对特定股票的价值计算那么精确。他并不是一个经济学家或未来学家。格雷厄姆的方法阻碍了对未来的伟大构想。实际上，美国正处于一个通货紧缩时期。与巴菲特一样知名的拉里 · 蒂什等诸多投资家都在假设通货紧缩持续的基础上调整了他们的投资策略。

1985 年，巴菲特认为美国工业有 13% 或“再多一点点”的账面价值收益是可能且合理的。但在 1987 年 2 月，那些溢价 100%、付出了大约 200% 账面价值的股票仅仅只有 6.5% 的收益而不是 13%。与安全的债券利润相比（假设是 7%），股票所有者并没有得到应该得到的风险报酬。（当然，在利率下降的时候，股票的价值相应较高。）巴菲特再次提醒我们，那些认为股票投资比债券投资更好的乐观人士在过去的 30 年当中可能并未对利息率较低的债券给予足够重视。

尽管如此，巴菲特也说过他轻易不会买进长期债券，除非出现了明显异常，如华盛顿公共电力服务公司的状况。他对已经加速的通货膨胀心存畏惧，只有现金或短期债券是获得定额利息的明智选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



商誉——送不完的礼物

对巴菲特来说，一个几乎坚不可摧的特许经营——会计学上称之为“商誉”——是一种比有形资产如设备和房屋更为可靠的资产，尤其在通胀时期。他称商誉是在通胀时期“送不完的礼物”。

这与传统“各就各位”(plant in place)的投资思想背道而驰。传统的投资理念认为，必须利用设备或原材料来生产供不应求、可以增值的产品，才能抵消通货膨胀的影响。如果产能不足，公司会再建一家新的工厂，如果新工厂的成本比原来高，那么先前的工厂也会升值，就像二手房会随着新房的成本增高而增值一样。这被称为“商品信任学说”。

伯克希尔·哈撒韦公司卖出它在新贝德福德、马萨诸塞的设备得到了163 000美元，而这些设备的账面价值是866 000美元，原置成本是13 000美元，重置价值是3 000万~5 000万美元。换句话说，销货进款与账面价值、原置成本、重置价值毫无关系。若干年前以每台5 000美元买进的织布机以26美元每台的价格当废品卖出，卖出的钱还不够支付搬运费。

巴菲特指出，与纺织厂不同，他手中的另外三家企业——内布拉斯加家居卖场、喜诗糖果公司和《布法罗新闻晚报》则是另外一种情况。15年前，这三家公司的税前总利润之和是800万，到1985年已高达7 200万。追加投资只有4 000万便带来了这样的增长。也就是说，每1美元的追加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资得到了税前超过1.5美元的利润回报。巴菲特将此结果与普通的美国工业进行了对比，后者大概每增加5美元的投入才产生1美元的税前利润。

撇开纺织业务不谈，这三家公司和普通的美国企业之间的差别是什么呢？巴菲特说，就是他们所具有的优秀的特许经营权。

在通货膨胀时期，没有商誉或特许经营权的公司必须提高商品价格来满足重建工厂和增加库存的需要。如果无法提高商品价格，公司就会陷入困境。“各就各位”的价格调整策略过时了。举例来说，假设你在城里自己有一辆出租车，像大多数城市一样，执行统一的收费标准。假设油价开始飞涨，于是就会发生下面的情况：首先，在油价上涨的时候你还得按原价收费。到出租车报废时，新车的价格涨到了14 000美元而不是你从前买进时的8 000美元。你甚至付不起新车的折旧费。所以明智的做法是在油价刚开始涨的时候就将出租车尽快卖出。

再假设在一个村子里只有你一个人有辆出租车，没人规定你的收费标准，而且当地也没办法支撑第二辆出租车运营。在这种情况下你可以提高收费来抵消升高的油费成本、换购新车的费用或更多的东西。换句话说，在通货膨胀的时候，作为村子里唯一的出租车驾驶员（车甚至不一定是买的，租的也可以），你的地位所带来的无形商誉，比大城市中实际的出租车（有很多辆）的价值更高。

对巴菲特来说，最好的“商誉”企业是电视台。电视台的设备价值可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以忽略不计，但它有极好的特许经营权。甚至在通货膨胀的时候，它的利润栏上也常常会出现 50% 的收益，更何况它还有充足的现金流，可以用来购买其他好的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

03

第三章

巴菲特的投资方法

简单投资
人际网络
慧眼识金
不言自明
股票回购
特殊分配
股票期权
企业慈善

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简单投资

尽管巴菲特的投资相当广泛，他却一直不喜欢传统的公司生活。他手下的员工很少，他不爱开会，也没有专门的收购团队。巴菲特基本上是反对建立收购团队的，因为它就像一个野心勃勃的军事总参谋部，狂热地选定它要买的东西；团队成员的建议往往是用来取悦 CEO 的，而不是真有实用价值的策略。[①]

巴菲特认为，优秀的经理人必须专注于削减成本，他不需要预算，他应该知道任何东西的价格，小到办公用品。有一次巴菲特在拿彼得 · 基维建筑公司（奥马哈的龙头企业）举例的时候，说起这家公司的首席执行

① 巴菲特经常表达他对所谓的“《财富》500 综合征”的不满。他说全美上下的大公司的高管们首先想到的是怎么提高自己在排行榜上的名次，而不是去想怎么提高利润率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

官周六上班，他们办公室里没铺地毯。

最近几年中，巴菲特一直在位于奥马哈法南街基维特广场顶层的有 5 个房间的办公室内工作。公司地点大致位于他家和奥马哈市中心的中间。在他办公室里，有关华尔街大事件的新闻提要被框起来挂在墙上，用那种华尔街常用的印刷字体，旁边还有一条评语：“人傻，钱多，绝不放过。”

巴菲特的工作时间很长：看金融书籍，与他的主要合伙人、律师、投资家、家住加利福尼亚的查理 · 芒格，以及其他同事汤姆 · 墨菲、凯瑟琳 · 格雷厄姆等人交谈。他与员工们在一起工作，而不是通过管理层间接交流。他在总部的同事包括：伯克希尔 · 哈撒韦公司的财务部长杰伊 · 凡尔纳 · 麦肯琪，曾经在巴菲特合伙人公司担任经理的威廉 · J · 斯科特，还有迈克尔 · 戈德伯格以及两位秘书。最近他从麦肯锡聘请了业务顾问。

斯科特掌管着伯克希尔 · 哈撒韦公司旗下银行及保险业所持有的数亿美元地方政府债券的运作。“在大多数公司里，要进行这种规模的债券基金运作至少需要半打人马不停蹄地干才行。但是比尔为我们证明了管理资金不必累死累活。他每天大部分时间都在玩手球或者在他的波尔卡乐队里排练。”

芒格是巴菲特交往时间最长的朋友之一。他曾经在巴菲特祖父开的小卖部（超市出现后小卖部就倒闭了）里打过工。他和巴菲特的合作开始于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 60 年代早期。“查理 · 芒格和我可以在 3 天内电话处理掉 4 页的备忘录。”巴菲特说，“查理和我经常就公司的决策交换意见。距离完全不是问题，我们觉得一个电话要比开上半天的会有效得多。”“我觉得对镜成二人就是集体决定。”他补充道。

他们的交谈促使巴菲特买下了蓝筹印花公司（100%）——它是一家交易公司，巴菲特通过它接连买下了喜诗糖果公司（100%）、威斯科财务公司（80.1%，该公司又反过来 100% 控股了钢铁服务中心精密带钢公司）、互助信贷储蓄公司（100%）和《布法罗新闻晚报》（100%）。1983 年蓝筹印花公司与伯克希尔 · 哈撒韦公司合并。期间伯克希尔 · 哈撒韦公司买进了政府雇员保险公司（40%）、安全保险公司、多元零售公司（100%）和内布拉斯加家居卖场（90%）。

巴菲特在买进内布拉斯加家居卖场时与众不同的操作方式很好地体现了巴菲特一切从简的思想。94 岁高龄的罗斯 · 布朗金夫人仍然经营着自己 1937 年用借来的 500 美元在地下室一手创办的家居卖场。它现在占地有三个城市街区大小——大约 40 英亩，1985 年的销售额是 1.25 亿。布朗金夫人出生于俄国一个 8 个孩子的犹太家庭，16 岁时她经营起一家干货店，有 6 个大男人为她打工。23 岁时她离开俄国移居美国。没有受过任何正式教育的她在大女儿的辅导下利用晚上的时间学习英文。

所有白天以及每周三个晚上，布朗金夫人都在孜孜不倦地工作着，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

像一台马力十足的发电机。因为店铺面积过大，她买了一台高尔夫自动三轮车代步。她的生意经是："薄利多销，童叟无欺。"她补充道："上帝待我不薄，我实现了妈妈对我的期望。我过着平凡的日子。从不参加派对。没有假期。我寄情于家庭和工作，这是我生命中唯一的乐趣。有抱负心是我最大的优点。"她还说："只要我认定的东西，无论花多少时间，我一定要办到。我靠的是常识。有些人上了18年大学，却傻得像根柱子似的。"有一次竞争对手以布朗金夫人违反了内布拉斯加的《公平交易法》（该法规定不得以低于成本价销售）为由起诉了她。法官接受了她为自己的辩护，认为她让利于消费者的行为并无不妥。宣判的次日法官来到卖场，买下了价值1 400美元的地毯。

在事业生涯早期，她因开支过大不得不想办法筹措资金。孩子们不在家的时候，她将家里的家具设备变卖一空，还清了债务。现年69岁的大女儿回忆道，即使在后来，一旦卖场面临困境，母亲还经常会变卖自己的家具救急。

巴菲特称她为"B夫人"。1983年，在B夫人90岁的时候，巴菲特出现了。她后来回忆起他们见面的场景："一天，他走进卖场，问我，'你想不想把卖场卖给我？'我说，'好。''多少钱？'我回答，'6 000万。'他回到办公室取回一张支票。我说，'你疯了！你的律师呢？你的会计师呢？'他说，'我更相信你。'"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特终于拿到了内布拉斯加家居卖场的盘点清单，清单显示公司实际价值是 8 500 万而不是 6 000 万美元。布朗金夫人评价道："我不会食言。不过我很惊讶，他不假思索，但是他一直在研究。我敢打赌，他其实早就知道。"

更令人惊讶的是巴菲特不仅没有电脑，他居然连计算器都没有。他痛恨用电脑打印资料和"捣弄数字"。他说实际上在处理大都会 / 美国广播公司那笔交易时，他一个字都没写。

他的导师本杰明 · 格雷厄姆在投资当中也不相信复杂的运算，但他远没有达到这种程度！

人际网络

每隔一年，巴菲特就会组织一次聚会，将他的投资伙伴召集到一起讨论各种问题：传媒企业、世界大事或者其他任何话题。常来参加聚会的有汤姆 · 墨菲、《财富》杂志的卡罗尔 · 鲁米斯、洛斯保险公司主席拉里 · 蒂什、美国中西部连锁百货公司 Younkers 公司主席约瑟夫 · 罗森菲尔德。

聚会地点通常会选在度假胜地。会议从早上开始，每个人就全球关心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的问题轮流发言。曾经的聚会地点包括拿骚、阿斯彭、科罗拉多，1983年是在“伊丽莎白2号”邮轮上。

另外，巴菲特常年保持阅读的习惯：公司财报、商业书籍以及非小说类文学作品。已经成为传媒大亨的他会定期到华盛顿，就像我们前面提到过的，那里给他预留了贵宾席。

巴菲特经常请朋友到他的度假别墅。别墅位于加利福尼亚州的拉古娜海滩，距离大海只有几百英尺。他的家人也时不时去那里度假。

即使休息的时候也在想着商业上的事，这是巴菲特的一大特色。杰克 · 拜恩说，有一次与巴菲特在华盛顿边上的火树乡村俱乐部打高尔夫球。巴菲特一边打球一边问拜恩对政府雇员保险公司6年期债券（价值大约8亿美元）的看法。当时拜恩正在全神贯注地打球，没有留意他的问题，巴菲特没有得到满意的回答。“后来，”拜恩说，“他的后挥杆越来越快，到第18洞的时候，他迅速一挥，连球都没碰到。这时他冲口而出，‘现在谁长期放贷谁就是傻子。’”这一次拜恩听清楚了。后来巴菲特果然缩短了政府雇员保险公司的债券投资组合期限。[①]

① 巴菲特不太信任债券，但在特殊情况下他会买进。比如在华盛顿公共电力服务公司违约事件发生后，伯克希尔 · 哈撒韦公司拿出1.39亿美元买进了它的债券（WPPSS的债券收益率固定16.3%，免税，每年可以给伯克希尔 · 哈撒韦公司带来2 270万美元的收入），并以同样的方式买进了濒临破产的宾州中央铁路公司和克莱斯勒金融服务公司的债券，前者的债券单价只有大约50美分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慧眼识金

很多银行和养老基金经理都在执行被华尔街行话称为“自上而下投资法”或“主题投资法”（thesis investing）的投资策略。你会收到银行投资部写给你的信，信中说他们公司的经济部推断油价会上涨（或下跌），因此他们想买进（或卖出）“能源敏感型”企业——汽车旅馆、陆运货运公司等。换句话说，首先他们会研究经济或市场的总体趋势，然后选择最好的投资行业，通常他们会在选定的行业内选择知名度高的企业进行投资。

巴菲特通常不会这么做。有很多领域他都不会碰。他会避开那些不好的企业或者他理解不了的企业。假如他做出了反常的举动，那一定是因为宏观经济状况或经济生活中的某些调整可资利用。

格雷厄姆和巴菲特惯用的方法就好比一位纽约的古董商来到伦敦，打车来到波尔图路，一边在街上漫步一边用犀利的眼光对货品一一判断。他知道任何一件货品在纽约的售价，如果在伦敦能以半价买下来他就会出手。他不会只买同一类产品：路易十六的家具、梅森瓷器、哈萨克地毯等都有可能是他的猎物。他一件接一件地买进，直到发现特别上眼的古董，无论标价多少，他都会立刻报出自己的出价。因为他知道，只要这个出价被接受，自己将有巨大的盈利空间。万一卖家不接受固然糟糕，不过海里的鱼那么多，失掉一条又有什么呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



相反，外行经常会搜集很多过于花哨的东西——韦奇伍德陶瓷碗、有阿瑟·拉克姆插图的图书——他们就像发现珍宝一般爱上了这些玩意儿，毫不犹豫地以高于市场通行价的价格买进。他们没法靠它赚钱。很多股票投资者就属于这一类。他们对某个投资理念着迷，心甘情愿地付出高价。对于那些消息不灵通的投资者来说，买进自己了解的企业并坚定地持有可能比像小鸟那样在枝头跳来跳去要好得多。

专业人士不会像小鸟一般跳来跳去，除非有好的理由。巴菲特和他的同类们通常会以最优惠的价格买自己熟知的企业并长期持有。“找到好的企业，”就像他说的，“不是件容易的事。必须确实对企业有信心，对管理层的素质有信心。如果我对企业及管理层确实怀有强烈好感，我肯定不会急于卖出。”①

专业人士不会像小鸟一般跳来跳去，除非有好的理由。巴菲特和他的同类们通常会以最优惠的价格买自己熟知的企业并长期持有。

不言自明

如果你特别挑剔，或者正在寻找一个特定目标并且非它不可，那你很

① 就像前文提到的，巴菲特不久便马失前蹄。他 1976 年买进了大都会公司的股票，两年后卖出，1986 年又以高得多的价格买进。“暂时性精神错乱。”他自嘲道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有可能对你面前那些不符合你的看法或做事风格的东西视而不见。

大多数专业投资者都希望“出其不意”——找出有异于表象的现实。确实，投资机会可被定义为现实与感知之间的差异。如果你能看到其他人忽视的东西，你就能获益。

巴菲特最好的投资看起来似乎大都相反。他确信现实就是现实，因此他的投资机会来源于市场对于现实的怀疑。②

他 1979 年以每股 30 多美元的价格大量买进通用食品公司的股票，当时大多数投资者都认为这种思维太老套了，对于这样的投资都提不起太大兴趣。1981 年，通用食品公司以 4.96 亿美元的价格买下了奥斯卡梅耶尔公司，这是一个对于竞争企业相当大手笔的收购。这就是原因。巨大、平庸、乏善可陈的通用食品公司看起来不会变好也不会变坏，但是它的价值就在那儿！通用食品公司增长稳定而缓慢，股价从 1979 年的每股 30 多美元涨到了 1985 年的 120 美元。烟草巨头菲利浦 · 莫里斯公司正在寻找一个与烟草业区隔开来的产业，它看中了通用食品公司并以该价格买下了它。巴菲特手中的 430 万股在 1986 年末的价值超过了 5 亿美元，远远高于他买进时的 1.63 亿美元。不言自明了吧！

② 有一个古老的犹太笑话。两个商人在火车站碰上了。“你去哪儿？”第一个人问。“去明斯克。”第二个回答。“啊哈！”第一个说，“你告诉我你要去明斯克，因为你想让我认为你一定要去明斯克，不过我碰巧知道你真是要去明斯克！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票回购

多年来巴菲特一直坚决主张，那些转增股本没有良好收益的公司应该尽其所能保障股东利益。一种方法是分红，另一种方法是自股东手上将公司股票回购。事实上，受巴菲特影响，他所持股的公司都开始回购自己的股票。

一些成熟行业内的成熟企业的管理层更喜欢将现金牢牢控制在手中而不是派发给股东，巴菲特认为这是一种恶习。当然，如果企业能够抛弃不景气的行业，将现金投入正在蓬勃发展的行业中，他会完全赞成。他将伯克希尔 · 哈撒韦公司原来的业务完全剥离出来就是一个很好的例子。

巴菲特尤其反对资质平庸的公司将超额盈利用于同一行业的扩张，或者以显著超过其自身股票账面价值的价格去买进另一家业绩平平的公司。在过度扩张的过程中，很多公司实际上无法盈利。以格雷斯公司为例，自公司搬离南美后，它进行了数百次产品事业部交易。

按照惯例，该公司 CEO 彼得 · 格雷斯总是将不满意的部门出售，去购买另外一个看似更“令人兴奋”的行业。当风水轮流转，“令人兴奋”的行业竞争过度时，新买的部门又将被出售，然后他再去追逐新的风尚。这家公司的每股总收益增长远低于标准普尔 500 指数的增长。巴菲特很不喜欢那些企业中收购而来的部门，因为这些部门做事情总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是从自身利益出发。

此外，精确界定超额盈利很重要。企业实际盈利经常低于公开报告的数据。例如，政府规定的折旧率在通货膨胀时可能过低等。所以一定要将公布的盈利相应地调低才能得出实际盈利。这是个不断变化的世界。企业通常不得不将其部分盈利或全部用于再投资，有时仅仅出于维持其自身地位的需要。再投资后企业的实际盈利仍将低于其公布的盈利。如果去除所有因素的影响后企业确实有超额盈利同时还没有找到更好的投资方向，那么，巴菲特说，把现金分给股东吧。

让股东得利的最好方法是什么？如果分红增加，多出部分需要以最高税率缴税，因此对公司来说最好的办法是回购自身股票。企业回购股票按比例分摊，这样，在企业回购后，股东们仍然维持其在公司的利益百分比，同时得到赖以生活的现金，而他所需要付出的只是资本利得税。从历史上来看，资本利得税比普通所得税低得多。尽管 1986 年的税法规定不再是这样，不过在将来有可能再次成为现实。

《华盛顿邮报》的财产变化证明了这种方法的价值。从 1927 年起，该公司回购了 1/3 的流通股本，耗资约 2.34 亿，共 750 万股。其中约 600 万股以平均每股 14 美元的价格回购，总成本 8 400 万。如今这些股份的价值是 9.3 亿。作为《华盛顿邮报》大股东的巴菲特成了该政策的主要受益者。他在 1984 年给凯瑟琳 · 格雷厄姆的信中写道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯克希尔·哈撒韦公司在1973年春季和夏季分别购买了《华盛顿邮报》的股份，成本是1 060万，现在市场价值大约是1.4亿。如果我们在同样的时间将同样的1 060万投入到其他公司，那么我们现在将拥有的市场价值是：道琼斯公司6 000万，甘尼特公司3 000万，奈特·里德报业7 500万，《纽约时报》6 000万或《时报镜报》4 000万。

所以——这不是感谢100万的事——得感谢从6 500万增加到了1.1亿。

一些评论家对企业回购深恶痛绝，将之称为“去工业化”。事实上，在成熟的工业中，将用不到的资本归还给持有人是有益发展的，因为持有人可以将得到的钱投入需求大、增长快、回报高的领域中去。①

当然，另外一个选择是这些企业的管理层利用这笔资金去投资增长更高的行业——如果他们确实会这样做并且能做好的话。事实上，就像巴菲特经常在他的年度报告中所强调的，如果不是因为一直在积极地推行企业回购，他的个人王国将几乎不复存在。

---

① 在美国，如果判断出一家成熟公司不再需要资本再投入，市场会将资本慢慢抽离出来投入到新的增长性企业中去。在日本，政府出面协助加快其进程。政府将无效率的工厂如钢铁企业关闭，重新培训工人新的技能来满足新工厂的需要。民粹主义政府的政治经济决策者——例如意大利和墨西哥——的决策往往正好相反。他们使用公共资金来支撑过时的企业以保护就业。他们就像一个从来不拔出垂死果木再种新树的果园经营者。最终果园里充满了垂死的树木——毫无竞争力的公司、日益沉重的税收和结构性失业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特殊分配

有时公司在回购股票时，会采取一种特殊的方式：留给参与回购的股东和交易前相同比例的股票，不过这样的话普通股的基数就缩小了。美国国税局认为这实质上是分红的一种，因为股东拿到分红，并与从前一样持有相同比例的股票。巴菲特认同这种做法。1985 年，他们用这种方式操作了《华盛顿邮报》和通用食品公司的股票。这样的交易给伯克希尔 · 哈撒韦公司带来了可观的收益。因为对于公司来说，分红税要低于运营税以及此前的长期资本利得税。

股票期权

1986 年 4 月在《巴朗》周刊上的一篇文章里，巴菲特批评了另外一个美国商业惯例。当一家公司控制在一些不太敬业的高管手中时，他们经常利用公司普通股的表现，为自己预留一块期权计划的大蛋糕。

可是，就像巴菲特说的，即使高管们工作做得并不怎么样，股票仍然可能上涨。这会滋生不公平现象，特别是对于特定部门的高层来说，要么表现良好却得不到回报，要么业绩糟糕却得到丰厚回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特强调，在伯克希尔·哈撒韦公司，有些高层每年可以拿到200万美元的绩效考核奖金，但这仅仅是他所管辖部门的业绩所得，并非来自母公司股票收益。

巴菲特指出，作为高管奖励的股票期权还有其他不公正之处：

1. 在一家中等规模、管理层无甚贡献的公司里，公司股票通过未分配利润的简单组合，在若干年之内也会显著增值。那些没什么作为的管理层得到丰厚回报是不公平的。

2. 通常认为给了管理层股票期权，就能让他和普通股票持有人坐上同一条船了。实际上是股票持有人分担了所有的风险而股票期权持有者只分享利益。这可不是一笔公平的交易。

企业慈善

大多数美国企业都向公益事业进行慈善捐赠，用这种方式扩大在当地的影响，并吸引上级主管部门的注意。公司高管经常会利用企业慈善来提升公司形象或个人形象，例如成为一家博物馆或交响乐团的挂名董事，或使公司在捐助名册上榜上有名。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特视持股人为合伙人的观念丰富了企业慈善理论。在工业公司里，资本往往被视为企业成本，但在投资公司里，确实可以将股东看成合伙人——伯克希尔·哈撒韦公司的确如此。在 1983 年，巴菲特宣布，伯克希尔·哈撒韦公司股东每股可以拿出 2 美元作为公司捐赠。如果每个股东都这样做，捐赠总数将达到 200 万美元，大大超过了先前 20 万美元的年捐赠额。因为巴菲特和他的妻子拥有几乎一半股份，他们自己捐出的部分达到了 100 万。这些资金都捐赠到了 1966 年成立的旨在推动人口控制的巴菲特基金会。1984 年伯克希尔·哈撒韦公司每股捐出了 3 美元，捐赠总额超过了 300 万；1985 年和 1986 年是每股捐 4 美元，捐赠总额 400 万美元。

一方面，这种做法相当公平，它为外部持股人提供了一个行善的机会。另一方面，这种将公司高比例巨额资金集中投入到大股东热衷领域的方式，比通常的管理层自作决定的方式更为有效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

04

第四章

如何像巴菲特一样投资

理解数据
用自己的经验
实地考察
风险投资
了解价值
逆向思维
秘诀：稳定的复合收益
规避风险
成功的投资者
失败的投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理解数据

锻炼自己成为一流投资者的第一步就是学习基本的财务知识。就像棋手一样，投资者玩的是一个竞争游戏。任何竞争游戏中高手的数量都是有限的，因此如果你缺乏最好的竞争者所必须拥有的决定性技能，你的胜算将会大大降低。

任何竞争游戏中高手的数量都是有限的，因此如果你缺乏最好的竞争者所必须拥有的决定性技能，你的胜算将会大大降低。

如果没有足够的财务知识，投资者将无法理解大家所讨论的问题，也不能独立判断真相。没有足够的财务知识，投资者将像不识乐谱的乐队指挥一样无所适从。不识乐谱的伟大的音乐家可能存在，当然不懂财务知识的投资者也有可能存在，不过微乎其微。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们都知道少年棒球联赛为何将日本排除在外，因为他们赢得太多了。与此相似，投资者也必须注意到他关注的公司的财务系统变化，并且能够解释变化的含义。为何管理层将后进先出法（LIFO）换成了先入先出法（FIFO）？是不是为了捏造盈余来弥补营业利润的不足？为何大型集团公司不顾税额的增加而将下属保险公司的资本收益作为与母公司同等水平的普通收入？企业所有人本应想方设法将赋税减少到最低才对，为什么集团公司突然愿意承担这笔费用了？是不是因为营业收益捉襟见肘，母公司为了面子甚至要通过承担不必要的赋税来掩盖一切？如果是这样的话，作为资产管理者的管理层们到底在做什么？所有这类问题都来自对财务报表的仔细研究。

感谢证券交易委员会，在他们的监督下，企业公布了大量信息，除了年报、股东委托书、季度收益报表，还有10K报表——这些都是透视企业事务的巨大宝库。有经验的投资者通常通过这些报告中的数字决定自己的投资方式。他以这些报告为出发点，通过与公司及其竞争对手直接接触以及其他来源去搜集更详细的信息。

很多投资者都希望在股票市场中赚钱，但是他既无能力又无技能提炼或解释所有信息。在信息竞赛中他们毫无希望，就像俾格米人（身材矮小）与瓦图西人（世界上最高的民族）比赛篮球一样。他们着迷于诱人的景象，兴奋地展示着他们的天分——实际上展示的是如何在市场中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失败。

最糟的事情莫过于连财务数据都看不懂的投资者在股票经纪人的蛊惑之下认为自己真有实力在这场竞赛中角逐。股票经纪人很高兴为你提供服务，但你要知道，成功的投资者肯定比大多数股票经纪人更有经验。

唉，自己都不怎么看数据的股票经纪人大有人在。股票交易很难，股票经纪人无法抽出大量时间钻研数据，而仅仅是进行简单的股票交易操作。他必须知道谁是可能的客户，并且得到有效客户，但他没有必要为客户可能永远不会问起的问题准备答案。而且销售型个性和分析型个性之间本来就有差异。

还有两点要补充的：客户总是希望股票经纪公司做好各种必要的准备工作，然后把答案提供给他。但股票经纪人必然会将答案与成千上万个客户分享，有时其他股票经纪人也会看到并利用他们的资料。因此好的投资者会快人一步发现某家公司的价值，并且独立做出决策。

有些机构会分析上市公司财务报告并提供分析结果。好的机构拥有大量客户，通常是进行大额资本运作的机构投资者。情况再次重现。竞争者们分享的是相同的消息。发布报告的人要是真像巴菲特那样富有经验，他们早就成了伟大的投资者了，还做商情报告发布人干吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发现铅变黄金方法的人可不稀罕为了 100 块年费就把秘密告诉你。[①]真正能点石成金的顾问也不会为普通报酬和你分享他的发现。他想要他能得到的一切。所以你必须自己修炼。在商业中，就意味着你要理解数据。

巴菲特说得更明白："管理者想公布企业的实际情况时，他们会通过会计准则展示给你。当他们想要花样时，他们还是会通过会计准则展现给你，至少在某些行业内是这样的。如果不能区分这之间的差别，你就不适合进行股票投资。"他强调，股票投资者必须理解财务上的微妙之处。

用自己的经验

巴菲特通常只投资他确信自己能够理解的企业：金融企业，如银行和意外险公司；有相当强的"特许经营权"而无突发竞争的企业，如传媒公司等。你很少看到巴菲特投资那些消费者有优先权的不确定企业（喜诗糖果和内布拉斯加家居卖场除外）、以自然资源为基础的生产企业和高科技

① 这让人联想到证券交易委员会纽约前负责人鲍尔温 · 班恩提到过的一件趣事。一位股票发起人想登记一个金矿股，需要班恩的批准。他总是问这问那，班恩被折磨得快不行了，每天都想找个理由拒绝他。一天班恩在收邮件的时候，无意中看到了这位发起人在西部的合伙人发给他的一封电报，上书："取消登记，黄金找到了。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业。有些投资者在这些领域很成功。高科技公司的投资者们通常家住硅谷或128公路附近，熟悉这些公司以及这些公司的高管们。他们呼吸着那里的空气，熟悉那里的一切。在任何投资领域都需要投资者对所投资行业有足够的了解。

想成为伟大投资者的读者们最好也这试试这一招：在自己完全熟悉的种类与行业中选择合适的公司投资。行业管理经验很有帮助。对那些自己不熟悉的、没有工作经验的企业进行投资不太可能获得成功。

实地考察

好的投资者与侦探或新闻记者有诸多相似之处，他总在不厌其烦地追寻真相。在这一点上，他与宁愿依赖书本和报纸上的数据而不情愿做深入研究的理论派截然不同。用他们的方法你无法解决犯罪问题，无法辨别新闻和故事之间的差别，也不会成为优秀的投资者。你必须随时做好到公司去实地考察的准备，与他们的管理层碰面，视察工厂并理解你看到的东西代表的真实含义。

一个好投资者——巴菲特尤其如此——想了解的是人。对于你想买进股票的目标公司来说，管理层的品质中最重要的莫过于诚信和良好品格，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



简而言之，可信。内部人士有很多途径从股东身上获利。如果你感觉他们有此倾向，你肯定不愿意把他们看做你的合伙人。另外一个重要品质是为工作献身的精神，正如巴菲特说的——狂热。你可以通过观察和交谈从管理层身上了解到很多东西，即所谓的嗅探测试。如果能进一步获得关于公司的信息更好。

对于你想买进股票的目标公司来说，管理层的品质中最重要的莫过于诚信和良好品格，简而言之，可信。

有丰富投资经验但对人性了解不够深刻的投资者常常会在考察管理层品性时受到蒙骗。不接触与管理层密切相关的人，便无法确定管理层是否合格。你应该沿着菲利普 · 费雪的足迹，与竞争对手及各色人等广泛接触。这耗费时间，但至关重要。

风险投资

本节要讨论的是社会生活中一个有高潜在价值但有严重风险和不确定回报的领域——完全不是巴菲特擅长的游戏。巴菲特很少谈论风险，就像他自己说的，他一向脚踏实地。诚然，企业家式的冒险精神是一个国家存在的基础。农民来到新的土地，将毕生精力投入到垦荒耕作上去。之后出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现了企业家，他发现了人们对磨坊的需求，于是截溪筑坝，修建磨坊，安装齿轮和磨，然后投入运营。为了维持盈利和机器正常运转，他要价很高，但是绝对低于农民自己完成这些工作需要的投入，因此他能得到业务，过上满意的生活。

对于企业家来说，如果一个项目过大，单靠自身的力量难以完成，他将不得不借其他人的储蓄——经济力量的储备，来完成建设。被借来的钱从安全的储蓄状态拿出来投入到需要承担风险的尝试中，因此需要得到更令人满意的回报。企业家通常会将企业过剩的现金流投入到新产品或新市场的开发中去。企业的发展跟不上改革的步伐，于是风险投资家便有了生存之地。

在典型的风险资本运作中，有限责任股东的投资通常只有一半能获利，另一半直接到了投资人、发起人、早期赞助人和管理者手中，而且公司失败的可能性很大。相比较而言，股市中的普通投资者则不需要费太多脑子，只需耐心等待在下一次股票市场大熊市中投资好企业，然后从好企业身上得到回报。

你可能希望你所投资的风险投资能有十分之一二运作良好，以弥补其他风险投资失败的损失。外行人很难意识到这有多困难。上百个想法中或许只有一个值得尝试，在你尝试的十个想法之中，又只有一个可以使人暴富。这就是一个成功的风险投资的必经之路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最差劲的风险投资莫过于拿着一本厚厚的支票簿，坐在凳子上胡思乱想：电子公司、生物技术公司、电视业、农业、工艺创新公司、国外公司等。成功的风险投资家总是集中投资，支持创新，因此很少赔钱。他完全可以靠风险投资过上优裕的生活。他其实和专业的商业银行家没有什么本质上的区别，行使的职能也与大公司的同类部门别无二致。

风险投资家不是消极的投资者，他会介入他所支持的企业：若原始投资人头脑发热，不适合继续管理公司，则聘请专业经理人；协助建立市场策略；行使高管的职能而不拿薪水；需要时筹措资本；与银行交涉。风险投资家如果没有这些本事，是难以做好这份工作的。

我们说的风险投资回报，实际指的是风险投资者作为企业有限责任合伙人所得到的回报。风险投资者期待的回报是多少？税前 15% 的收益率已经相当令人满意。这里我所说的 15% 指的是在竭尽全力打拼到底、公开发行股票、恰好在股市泡沫中幸存下来得到的数字。泡沫中的股市未必会在你想卖的时候给你合适的机会。（顺便提一句，如果你对市场时机真能把握得那么好，那你在证券领域绝对可以游刃有余了。）我的意思是，15% 的“内部收益率”是指从企业得到第一笔投资直到企业在市场上站稳脚跟这段时间内所得到的收益率。

风险投资者必须要接受风险资本被瓜分的事实。首先，创始人总希望得到最多，比如说他想要公司资产的 20%。假设我们给他 10% 和一笔保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

留金。其次，为了吸引有实力的经理人，这在新公司里尤为重要，必须提供给他们一笔可观的报酬，因为他的技能、经验和奉献决定着公司的生死存亡。因此，假设要拿出另外 20% 作为低价股票或期权。

最早一批在企业成立之初便承担了风险的出资人和赞助人以及招聘来的其他有能力的经理人，也应该分到一杯羹，假设也是 20% 上下。

这样风险投资者投入的全部资金只有 50% 用于生产、扩张和使公司财务独立。

投入所有的钱，却只拿一半投资的回报，这有没有吸引力？这还没有将公司失败的情况考虑在内。我前面提到过，无论在什么年份，所有新开张的饭馆有 4/5 会在 12 个月内倒闭，不管在纽约市还是在全美任何地方。其他行业更糟。

比起风险投资来，巴菲特的投资方法需要的智慧和经验要少得多，也更安全（尽管对社会无益）：你只要等到市场崩溃，或某只特定股票未被充分认识，以尽可能的低价购买好企业的股票。在熊市中经常能够捡到一流的资产——有良好的特许经营权，管理到位，市场稳定，是一家真正盈利的公司——以远低于现金净价的价格买入，并且无须为工厂、特许经营权付出一毛钱。这样的交易很少失手。如果你能在这样的交易中取得成功，在多数风险企业中你也能得心应手。事实上，投资运转超过 5 年的公司所冒的风险远远小于风险投资者所冒的风险。这就是格雷厄姆和巴菲特眼中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的好交易。至于苦乐参半的风险投资，他认为那些更富浪漫情怀、更有勇气、专业知识更丰富的人比他更适合去冒险。

了解价值

一个博学的投资者和一个主观的股票经纪人之间的显著差异是，股票经纪人仅仅看到了股票波动，并企图在此基础上吸引客户购买，而有见地的投资者则全盘考虑他持有股份的公司的潜在价值。在这一点上他的行为和那些成功收购公司的人并没有什么不同。

假设你考虑买隔壁的一块农田，这块地归隔壁一家四口平均所有。像前文提到过的，你要做的是与相似的农田进行比较，考察整块农田的价值、它的盈利能力以及房地产开发潜力。你可能会同意支付 20 万美元或给他们每个家庭成员 5 万美元。他们会以这个价格出售吗？同样，一个熟练的公司收购者使用类似的标准，考虑的是他是否要为某家公司付出 2 亿美元。大多数成功的投资者都在以同样的方式考虑一家公司的现值和将来的潜在价值，并将其转化成股价走势的动力，而不是像股票经纪人那样日复一日地盯牢股价在交易中的短期波动。

这样做的关键在于，你必须能够评估整个公司。怎么评估？这里有四

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个方法，适用于任何公司：

1. 去找知道你感兴趣的那家公司的整体价值并愿意透露信息给你的行内朋友。

2. 去找知道并愿意分享信息的公司经纪人、投资银行家或管理顾问。

3. 去找商业银行中负责该行业贷款的朋友，他对业内公司的价值会有整体概念。

4. 了解足够多的行业知识，自己找到答案，就像你了解隔壁农田的价值那样。

除非你的投资领域极其广泛，有能力雇用专业人士，否则第四个方法是最安全的。很少有人会将他对于你想购买的那家公司的了解和盘托出。知道并且愿意说出来的人会为自己的知识收费。因此，真实情况还得你亲自去了解。

当然，时下有很多提供评估服务的机构，例如哈罗德的公司，它的主要业务就是向所有大型石油公司提供石油前景预测，为地下的石油与天然气估价。石油公司在哈罗德公司的估价基础上以最优惠的价格出售股票，以期能在市场中拔得头筹。当然，在收购公司期间，这样的折扣不太可能坚持太长时间。类似的，有关木材、房地产、公共事业、采矿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业和其他“硬资产”公司的评估也很容易得到。(巴菲特并不因此对这些行业感兴趣。)预测成长股比较困难，更难的是预测高科技公司的走势。办法是有的，但除非你有一套评价公司总价值的理论，否则很难成功。

巴菲特指出，要想成功投资，选择公司时不要贪多，而且必须精。他有时会提到发生在他朋友身上的一件事。那家伙几乎要完蛋了，最后他决定试一试巴菲特的提议——只了解并精通一件事，他选择的领域是水务公司。巴菲特不太雅地描述了那个家伙所取得的成就：“每当有人冲马桶时，他就能计算出这对每股收益的影响。”得到了这样明智的指导，巴菲特的朋友毫不意外地取得了巨大成功。很多不成功的投资者都折在了这一点上。他们没有意识到高命中率有多重要——没有比这更重要的了。他们尝试了太多不同的领域。他们想在不同的行业都取得成就，最终的结果是他们一事无成。

巴菲特指出，要想成功投资，选择公司时不要贪多，而且必须精。

除了专注于一个行业，也可以进行特定投资——投资那些破产的、有特色增长点的或者可转换债券的公司，等等。重点是无论你做什么，你的目的都是得到持续不断的成功。只有天才才能在不同领域都取得成功，巴菲特自认没有这种能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



逆向思维

像巴菲特那样投资，最简单的方法就是模仿——他买什么，你就跟着买什么，或者买与之相当的——一只股票通常能被另一只股票所替代。买好之后你再去弄明白为什么要这样投资。当巴菲特买进报纸、电视台、广告代理公司或食品公司的时候，你可以打听一下为什么他要这么做，或者看一看他的公司年报。然后你就可以买进同样的股票或者同一行业中的其他股票了。如果你能选对的话，这个方法会奏效。比如你可以选择投资巴菲特喜欢的银行业，当然还有保险公司。

伯克希尔·哈撒韦公司每年只公布一次持股情况。它的持股规模如此巨大，以至于经常会超过目标公司股份的4.9%——超过这个比例，美国证券交易委员会会要求持股公司提供报告。证券交易委员会会将这些信息公之于众。有很多期刊都会追踪这些信息，有些对目标公司的描述相当详细。如果你感兴趣，你可以直接从公司得到其年度和季度报告、委任资料以及大篇幅的10K报告。你可以从图书馆借阅到大量相关杂志，也能从银行或经纪人那里得到有关该公司的详细分析。

尽管自1970年以来伯克希尔·哈撒韦公司任何时候都是最好的投资，但股票经纪人却并不喜欢它，因为客户没有卖出它的理由，股票经纪人就得不到佣金。它的股票几乎不会被卖出。巴菲特说在过去5年中有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



95% 的股票都没有换手。他还有意控制手中的股票不变来减少交易。因为股票的活性很小，股票经纪人研究它会无利可图。因为这个原因，伯克希尔 · 哈撒韦公司的股票得到的关注并不像预想中那么多。

实践巴菲特思想时关键的一点是忽略别人的反应。大多数人都会错过购买时机，否则股票不会出现定价过低的情况。最重要的是，不要期待公司“令人振奋”或“热门”。巴菲特喜欢的股票在你华尔街朋友的口中应该是“看起来很便宜，可我看它至少 6 个月无所作为了。它死啦”。如果你听到这种说法，说明你的选择可能是正确的。

在 1979 年第一季度，巴菲特开始买进通用食品公司的股票，并在 1979 年到 1980 年间持续加仓。接下来的 1980 年春，蒂什兄弟的洛斯保险公司在 13D 文件中披露该公司持有通用食品公司 5% 的股份。这条消息使得华尔街兴奋异常，股票上涨了好几个点。洛斯保险立即售出部分股票，在接下来的 13D 文件中显示他们的持股量降到了 5% 以下。华尔街郁闷了。实际上这是洛斯保险公司的惯用手法，它对斯托尔通信公司、凡世通公司和哥伦比亚广播公司的操作手法如出一辙。13D 文件中公布的持股情带来的利好提供了短期套利的机会。稳扎稳打的巴菲特是一步步成为通用食品公司大股东的。后来巴菲特将它卖给了雷诺工业公司。

如果能够克服自身“非我发明”（not invented here）的态度，聪明的买家在任何时候都能复制巴菲特的做法。当巴菲特大量买进有价证券的消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息刚刚出来时，通常还有一个以同样价格买进的“机会窗”。然而投资者们——甚至本应更明白的投资者们——却往往臆断巴菲特这一次终于失手了，他不再值得关注。

在巴菲特买进正在与美国广播公司洽谈收购事宜的大都会公司时发生了同样的情况。消息公布时股价大都会公司大约是每股 172~173 美元，当天价格一直徘徊在这个水平。换句话说，聪明的投资者有几个小时的机会来做出决定，以巴菲特的价格追随他买进。在接下来的时间里，股价暴涨到每股 220 美元之后又跌回 185 美元，与最初的价格接近。到这个时候，大都会公司的意图显而易见：为了收购美国广播公司，它加大了出资力度，股票发行量比最初预期量大。因此，从某种程度上来说，情况比刚开始宣布收购时还要好。（大都市公司本来打算变卖某些广播节目资产筹集 7.1 亿美元资金收购美国广播公司，但实际收购金额却达到了 12.5 亿，多投入了 5 个多亿。）

不过很奇怪大多数投资者都对此熟视无睹，并没有好好利用这个机会。做电视台和报纸业务的大都会公司对电视节目能知道多少？很多人都提出了疑问。答案就是，联姻后的大都会 / 美国广播公司只有 20% 的利润来自电视节目。就算汤姆 · 墨菲对电视节目这一块业务并不擅长，对合作也没有太大影响。在对收购公司的管理上很需要墨菲这样的专家——他擅长削减企业经费。甚至只要他能够将美国广播公司的成本降低到大都会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司的成本水平，他就能取得巨大成功。事实确实如此。当然，如果他再能增加美国广播公司的市场份额，那就太好了。

顺便提一句，在电视网领域，可以看到巴菲特和拉里·蒂什的平行思维。除美国广播公司之外，只有两家大型电视网符合巴菲特和墨菲的收购标准。蒂什毫无意外地控股了另外一家。困境中的哥伦比亚广播公司激起了蒂什的收购欲望。他买进哥伦比亚广播公司的股票，使其免遭他人觊觎。就像文艺复兴时期保卫城邦的雇佣兵一样，蒂什成为这片领土上的实际统治者。

值得一提的是，塔克曼资本管理公司的投资与巴菲特相当接近。巴菲特观察者们有时会从梅尔文·塔克曼的交易中寻找巴菲特思想的蛛丝马迹。

太平洋合伙人公司的里克·格林身上也有巴菲特的影子。里克·格林取得了辉煌的成就。从 1965 年到 1983 年，标准普尔指数的复合成长率为 316%，而里克·格林的投资业绩为 22 200%。里克·格林通过他们共同的朋友查理·芒格结识了巴菲特并成为他的追随者。据说他没有接受过商学院教育，他的巨大成就也可能归功于此。里克·格林是法国标致－雪铁龙公司的主席和最大股东。长此以往，这家公司可能会成为像伯克希尔·哈撒韦公司一样的个人投资工具。

在研究伯克希尔·哈撒韦公司的交易记录时可以发现有趣的一点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与本杰明 · 格雷厄姆一样，巴菲特也做过很多风险套利，特别是消费品公司的套利。他在纳贝斯克公司与雷诺公司合并时持有大量纳贝斯克公司股份，在巴勒斯公司与斯佩里公司合并时持有大量巴勒斯公司可转换优先股。巴菲特说他和伯克希尔 · 哈撒韦有时会进行风险套利交易，“当我们手中的钞票过剩又碰巧没有其他想法的时候”。不过他们的套利交易仅限于已经公布的消息。

我们还可以参考巴菲特的朋友比尔 · 瑞恩管理的红杉基金的交易。1969 年巴菲特解散合伙人有限责任公司的时候，将很多投资人转到了瑞恩手中。他们之间的关系非常密切。你可以直接向红杉基金索取最近交易的报告。①

顺便提一句，伟大的投资家在买进时从来不怯于分析。他们完全能够自己进行分析，你必须相信这一点！巴菲特对政府雇员保险公司的兴趣来源于他注意到他的导师本杰明 · 格雷厄姆是这家公司的董事之一，对政府雇员保险公司的投资最终成为他最伟大的投资之一。

巴菲特经常强调有这样一个奇妙的界点，有些人能够理解它，在投资中便能无往而不利；有些人则不能领会。在现代投资史中一个奇怪的现象是：年复一年，本杰明 · 格雷厄姆重复着简单的投资技巧，在课堂上和出版物中将这些技巧写下来并且描述出它的效果。而年复一

① 任何人都能从共同基金拿到报告，这是它培养支持者的手段之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年，却几乎没人去实践这些技巧。同样，第二代格雷厄姆式的人物巴菲特在取得了令人瞩目的成就之后很久才成为投资领域的风向标。事实上只是在近年，他的投资方式才被广为传播。他以往的很多交易都没有得到应有的重视。不过，你只要跟在巴菲特后面，或者跟风买进已经取得良好业绩的伯克希尔·哈撒韦公司的股票，你就不会错过赚大钱的机会。

秘诀：稳定的复合收益

世界上没有任何东西像复利这样诱人。如果你从 19 岁开始，连续 8 年每年向个人退休账户（IRA）投入 2 000 美元。假设年复利为 10%，在你 27 岁的时候，退休金将达到 16 000 美元的 65 倍，超过 100 万美元！这是个相当保守的假设。巴菲特远在 19 岁之前就以更高的复利开始了他的财富积累。不过我们不需要再经历他那种艰难。

关键的一点是：保持进程稳定。不寻常的好年景并非常态，而一个投机政策带来的坏年景却可能使整个商业失控。在进行价值投资时，你需要保持稳定的高命中率，而不必苛求本垒打。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规避风险

将这一点放在结束时讨论，并不是说这是最后一点，也不表示它最不重要。相反，它是成功的关键。冒险，包括风险投资，是美国社会的一个缩影。尽管可以在股票市场中盈利，却毫无社会价值。你仍然需要牢记你的目的。如果你的目的就是在股票市场中赚钱，那也不必冒险。只要牢记格雷厄姆的法则耐心等待。在格雷厄姆多样化投资组合中，股价下跌带来的影响通常很小。而在孤注一掷的投资组合中，股价的下跌带来的将是致命的后果。

公平地说，我们必须承认还有很多与此相异但却成功的投资理念。它们支持长期增长和革新，风险不可避免。不过，它们想要成功，需要投资者掌握比格雷厄姆式投资更多的技巧。

成功的投资者

与成为一流芭蕾舞演员或一流钢琴家一样，投资对投资人品质的要求相当苛刻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 必须有克服困难的决心。我认识很多有抱负的作家。毫无疑问，在成功者与不成功者之间最大的差异是成功者愈挫愈勇，全力以赴迈向成功。即使几年都没有作品发表，专业作家也会日复一日地写作。专业作家和业余作家之间的差别是，专业作家会为了理想拼命工作，永不言弃。伟大投资家的“统治的热情”（用18世纪的表达方式）通常源于不成功的童年，但是他们中的大多数确实具有伟大艺术家的天分。他们了解自己的实力，他们将全部精力都投入到争夺排名的游戏中。因此，尽管他们很富有，但他们很少为锦衣玉食、募捐、公共事务、艺术与运动分心。伟大的投资家就像伟大的棋手一样，孜孜以求的是成为行业内翘楚，有时甚至并不在乎自己是否会变得有钱或更有钱。有句话说得好，将军的奖赏不是帐篷而是军权。换句话说，伟大的投资家更着迷于在过程中获得成功。

2. 与专注紧密相关的创造性。许多最伟大的艺术家同时也是改革家。例如莎士比亚，他创造了数千个新词。要想在投资领域中获得成功，需要一个精力旺盛、能够独立思考甚至有一点刚愎自用的头脑，因为赚钱的关键点往往与众不同，必须坚定地执行下去。再好不过的结果是，你是唯一的大买家，在买进股票的过程中确立了自己的地位，使一项伟大的投资取得了完美的胜利。拿破仑观察到一个好将军足够驾驭一支军队，而最好的将军很少召开作战会议。与此相似，群体性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资只不过是一个中等之选。

3. 确实有把握时再投资。你有把握买进的东西有很多，为什么还要为那些你没把握的东西伤脑筋呢？除非你确信自己完全正确，有信心在关键时刻挑战大众观点，只有这样你才会赚到大钱。同样，自己知道什么，不知道什么，你必须做到心中有数。

4. 有可能的话，从自身实际情况出发，尽可能在不同的领域灵活购买股票。

5. 像买自住房那样买股票。这样的话你会理解它，喜欢它，并愿意在任何市场情况下拥有它。巴菲特发现，将吸引你买股票的原因写下来并深思熟虑的方法很有效。一旦灵光乍现，他便能以最快的速度做出决定，这是经常按上面的方法锻炼的结果。

6. 全面、谨慎、远离风险。要记住巴菲特成功投资的两条关键法则：

法则一：永远不要赔钱。

法则二：永远不要忘记第一条法则。

7. 要有足够的能力和决心。这是投资者需要具备的品质，也是巴菲特对于管理层的要求：对工作有献身精神。他的招聘信息登记表上只有一个问题："你是个狂热的人吗？"巴菲特总结道，伟大的投资者通常是这样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



失败的投资者

1. 失败的投资者与成功者恰恰相反。他在投资时缺乏必要的品质、心智或兴趣。他像蝴蝶一样飘来飘去，浅尝辄止。

2. 他被大众的情绪左右，在市场接近最高点时受热门概念的刺激而满仓，又在市场几乎探底时空仓——巴菲特称这种投资为“跟风投资”。

3. 他不了解企业的真正价值，因此无法判断他付出的价格是否合理。

4. 他的投资组合经常变动。

5. 他视股票为赌马，而不理解股票的本意——股票代表着企业的份额，它的命运建立在企业成功的基础之上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结束语

巴菲特的方法今天仍然适用吗？
投资者现在应该怎样做？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



那么，沃伦·巴菲特到底是一个怎样的投资者？他是一个聪明而经验丰富的商业分析家。他专注于媒体与金融公司。他通过数据来了解和剖析公司，这与他的导师格雷厄姆的风格一致。他并不试图成为预言家。他寻找可靠的商业特许经营，而不关注诱人的新行业。他不是你希望的那个可以预言2020世界变化的人，他也无法预测光纤或β受体阻滞剂的前景。我怀疑他是否愿意预测某一消费时尚能否维持三个年头。（巧克力软糖倒是经久不衰。）

他对所购入公司的现金头寸非常关注，时刻准备着将现金投入到下一次收购和回购普通股中去。这种有条不紊的务实手法可能是他投资策略中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最容易被忽略的一点。

换言之，他是这个被希望与恐惧、贪婪与梦想、浅薄与诱惑所驱动的原始市场的对立面。和最成功的投资者尤其是价值投资者一样，巴菲特尝试以理智代替情感。在他的投资生涯中，冲动总是以金钱为代价。他从未成功经营作为纺织品公司的伯克希尔 · 哈撒韦公司，尽管它为他带来了丰厚的现金流；他在消费公司的操作上亦是如此。

巴菲特对某些领域特别精通。他最擅长媒体相关的行业。从幼年时期接触报业开始，他一步步深入到传媒业的广阔天地。（如前所述，一些传媒业巨头的业绩也不亚于巴菲特。）他还对保险业、银行业等金融领域了如指掌。

他能找到真正有奉献精神的经理人，与他们一起工作。他提供金融建议，但并不妨碍他们的具体操作。

他了解自己不擅长什么，也知道自己是哪类人。人类通常害怕暴露自己是哪类人，但巴菲特不。伯克希尔 · 哈撒韦公司的股东们不必担心任何东西，因为巴菲特不会对无关紧要的东西发生兴趣。专注的经理人总能完胜心烦意乱的家伙。惠灵顿之所以能击败拿破仑，就是因为惠灵顿将全部心思投入战争，而拿破仑却受到杂务的烦扰。一心不能二用，巴菲特也不能。他曾经对某些潜在减少他的收益率的行业有过兴趣，结果证明他太心急了，就像他急于锁定美国广播公司那样。顾及名誉和情绪都和追求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“完美”的原则相冲突。

巴菲特的方法今天仍然适用吗？

在讨论格雷厄姆方法的投资成就时（见第二章），巴菲特向我们证明，一个有能力的投资者——他强调格雷厄姆的信徒都是经过甄选的有能力者——在使用价值投资方法时能获得良好收益。想在将来取得成功的有能力的投资者们能用这个方法吗？当然能，除非环境发生了变化。

不过要当心，环境确实在变。格雷厄姆曾经很困惑地指出，在他发表自己的投资方法的数十年间，实践者寥寥无几。他将自己持有的基金减少到 2 000 万——相当于现在的 2 亿。

格雷厄姆试图寻找点石成金的方法，他成功了。他发现了简单而有效的投资技巧，找到了传说中的点金石，成了炼金大师。他得到的不是丰厚的个人财产，而是像克罗伊斯王那样富可敌国的黄金。

不过今天只有巴菲特和受巴菲特影响的人能赚到数十亿美元的资产。格雷厄姆的技巧成为造就“银行家的摇篮”，并且成功地转化成计算机分析软件。因此近年来格雷厄姆的拥护者激增。但是在我写书的时候，大量最聪明的投资者和最成功的以价值为导向的团队都停下了赚钱的步伐，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们抱怨机会越来越少了。

1986 年 5 月 20 日在奥马哈召开的伯克希尔 · 哈撒韦公司年会上，巴菲特自己也说，现在他已经无法在市场上找到可买的东西，除了留下政府雇员保险公司、《华盛顿邮报》和大都会 / 美国广播公司，他已将伯克希尔 · 哈撒韦公司的大部分股份卖出。他还说，媒体（曾经是最好的资产）的价格不再有任何意义——我称之为“过度追求成功”综合征。他说政府的储蓄担保已使银行和借贷储蓄公司不再像以前那么有吸引力。不动产和意外险在上涨周期中也不会像以前那样带来大量财富，因为已经有太多资产投入到这个行业中。

现在问题有两个方面：一方面，市场整体繁荣，另一方面，市场中格雷厄姆的信徒过剩。

巴菲特和他这一辈的人，手中攥着数十亿美元却难以实践格雷厄姆的理论。

只有当价值投资的表现长期不尽如人意，大部分追随者被清洗掉的时候，价值投资技巧才能恢复吸引力。追随者少的理论会更有用。[①]

---

① 1972 年情况恰恰相反。20 世纪 50 年代早期，人们对成长型股票并不熟悉，市面上的成长股寥寥无几，因此成长股业绩很好。（我当时持有的一只股票在所有基金中表现最好，将最高纪录保持了 10 年之久）。但是到 1972 年成长股数量已经达到 170 只。尽管有那么几年成长基金的业绩不如收益基金，但所有的游资都在追成长股。人人趋之若鹜，最终演变成一场狂热的游戏。成长股的好日子就要到头了。果然，在 1973~1974 年，成长股崩溃了，有些甚至跌掉了 80%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者现在应该怎样做?

巴菲特向我们表明了他的观点。他是一个用脚来投票的人：他同意你的观点，便会付诸行动。但格雷厄姆的投资方法并不是唯一的方法，还有成长投资、高科技、套利、国外市场投资等许多投资方法。成长投资者知道成长股的市盈率正在瓶底。高科技投资专家发现了生物科技等方面展现出来的美妙机会。国际投资家看到了与道琼斯指数表现不同的国外市场趋势，美国的机构投资者在国外找到了大量投资机会。

不过当前市场中最热门的是收购（或融资买入)。用格雷厄姆的方法无法分析这类股票的价格。大量的热钱随时等待机会准备出手。卖家很清楚这一点，因此开价很高。这就是保守型投资者找不到特价商品的原因。

但是这个巨大的资金池能否成为支撑市场的坚强后盾，使其免遭衰退?

答案是，不能。因为这种资金变化无常。只要经历几次失败，资金池就会像给养不足的军队一般溃不成军。索价过高的市场不会得到任何支持，下跌再容易不过。

当市场的某一部分崩溃时，其余部分也会随之而崩溃。“警车出现的地方，好女孩与坏女孩一起被带走。”这是华尔街的观点。因此，在今天，一个好的投资者除了要有想象力与一丝不苟的态度这种一贯的作风外，还必须有灵活性。如果没有灵活性，那么一定要有耐性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中信理财系列

1.《理财工具箱》

刘彦斌 著

定价：24.00元 出版时间：2009年10月



知名理财专家刘彦斌集多年心血，全新推出《理财工具箱》，详细介绍各种理财工具的特点，教你综合运用这些理财工具，让自己的财富滚起来！无论是个人还是家庭，无论是在青年还是中老年，你都需要了解这些理财的基本法则和秘诀，为自己打造生财利器。你不理财，财不理你，现在就开始，学习理财工具应用之道，打理出更幸福和富有的生活！

2.《孩子啊，你将会是有钱人》

[法] 马克·费伦提诺 著

定价：22.00元 出版时间：2009年7月



年轻人怎样才能用知识赚取更多财富？怎样才能通过理财创造自己未来的生活，坚决不做“啃老族”？亲子之间的深度对谈、开启财富之门的战略守则，绝对会让你受益匪浅！现在就开始，一起学习金钱和人生的大课吧！

3.《决定孩子一生的理财教育》

[韩] 朴铁 著

定价：28.00元 出版时间：2010年1月



理财教育并非是单纯灌输知识，而是帮助孩子养成人生所需的智慧和正确价值观，它更是一门生活教育，与我们的生活密不可分。本书通过“用钱可以做的五件事”——赚钱、攒钱、分享钱财、消费、借钱，为孩子建立正确的理财观与价值观。书中结合了生活中的实例，教给父母亲子理财教育的系统操作方案，理念、建议和实例并重，教给孩子学校里学不到的理财知识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学习大师的选股技巧，像巴菲特一样投资！

这本书总结的巴菲特投资成功之道仍然很有教育意义。巴菲特 50 年前坚持这 10 个选股基本原则，一直到现在，他的 10 个选股基本原则始终没有任何变化，正如巴菲特所说：如果原则会过时，就称不上是原则。

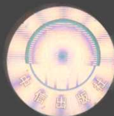
——刘建位，中央电视台《理财教室》节目主讲人
汇添富基金管理有限公司首席投资理财师

与《滚雪球》有所不同的是，本书更注重的是投资背后的统计与分析。翔实的历史资料和清晰的思想脉络使得读者在通读巴菲特生平事迹的同时能够置身当时的决策环境，自然而然地按照事物的本来规律理解了巴菲特的投资原则，这是本书最为精妙的地方。

——张昕帆，中信建投证券东直门南大街营业部总经理

本书作为研究巴菲特的经典著作，对巴菲特的投资法则进行了详尽介绍和分析，投资者不可不读！让我们通过阅读与比较，寻求价值投资的真谛。

——叶弘，投资专家，《股行大道》作者



上架建议 ◎ 理财



ISBN 978-7-5086-1799-2

9 787508 617992 >

www.publish.citic.com

定价：26.00元